

# 投信販売の変化について

二上季代司

多くの証券会社にとって「資産管理型営業」の中核的商品である投資信託の販売に、いくつかの変化が見えてきた。これが定着して構造的な変化に結びつくのか、それとも一過性に終わるのか、断定することはまだできない。しかし投資信託は、高齢化社会の到来、年金制度の改革（日本版401Kの導入など）、雇用の流動化と日本の雇用慣行の見直し、預金のペイオフ解禁など家計貯蓄をとりまく環境変化の中で、中長期的な資産形成手段として貯蓄性資金の有力な運用対象の一つになるものと期待されている。それゆえにまた、株券委託手数料自由化以後の有力な金融商品として多くの証券会社はその販売に注力してきたのだ。したがって、投資信託の販売チャネルにどのような変化が生じているかを知っておくことは重要であろう。そこでこの一年間に見られた投資信託販売における変化を簡単に整理してみた。

(1)

## 1 投資信託の販売状況

第一に、株式投資信託において株価下落にもかかわらず購入が持続し、資金流入超が続いていることである。表1を見ると二〇〇〇年（一〇月まで）は、春からの株価下落で多額の運用額減少をみたが（マイナス四兆円強）、それをほぼ埋め合わせる資金純流入額（三兆七千億円）があった。純流入は二月より連続九ヶ月続いている。かつては相場がよいときに株式投資はよく売れ、相場が悪くなると解約が増えて株投の資金が減るということを繰り返してきたのである。事実、例外的な九八年を除いて、運用額の増減と純資金流入増減額は同じ方向を示してきた。長期運用の観点からはむしろ相場が悪いときに株を購入するほうがよいにもかかわらず、これまでは反対だったのである。ところが二〇〇〇年にはこれが逆転している。これに関連して、株式投資の解約率が低下していることも指摘しておかねばならない。その年の解約額を設定額で除したものを解約率と定義すると、一三五%（九五年）、一〇五%（九六年）、一〇四%（九七年）、六六%（九八年）、九三%（九九年）、六八%（二〇〇〇年一〇月まで）と推移している。このように、投信市場には中長期の貯蓄性資金が流入するようになり望ましい販売状況に変わってきた。

(2)

表1 国内公募投信の資産状況 (単位；百万円)

【投信総計】					
年(月)末	純資産総額	純資産増減額	うち純資金流入額	うち運用増減額	ファンド数
1995	47,957,175	4,548,837	4,567,922	-19,085	6,408
1996	48,668,072	710,897	1,416,455	-705,558	5,879
1997	40,649,538	-8,018,534	-6,036,278	-1,982,256	5,203
1998	42,739,300	2,089,763	3,195,430	-1,105,667	4,534
1999	51,353,673	8,614,372	5,006,140	3,608,232	3,443
2000.10	52,329,133	975,458	5,067,976	-4,092,518	2,853
【うち株式投信】					
1995	14,681,685	-2,769,806	-2,641,703	-128,103	4,308
1996	12,779,793	-1,901,893	-1,189,974	-711,919	3,835
1997	9,986,574	-2,793,219	-792,391	-2,000,828	3,440
1998	11,496,091	1,509,517	2,541,609	-1,032,092	3,141
1999	15,696,387	4,200,295	560,894	3,639,401	2,594
2000.10	15,302,435	-393,984	3,725,367	-4,119,321	2,243
【うちMMF】					
1999	16,790,877	2,510,900	2,510,898	3	15
2000.10	14,393,856	-2,397,022	-2,396,858	-160	15
【うち公社債投信】					
1999	18,866,409	1,903,175	1,934,352	-31,177	834
2000.10	22,632,839	3,766,431	3,739,474	26,954	595

(注) 1、純資金流入額は（設定額—解約額—償還額）。  
2、2000年は10月末まで。  
(出所) 投資信託協会「投資信託」より作成。

なお、表1は公募国内投信のみの数字であるが、私募投信の増え方が著しいのも最近の特徴である。二〇〇〇年八月には、残高が三兆円を

突破している。私募投信の投資家層としては中小の年金のほか、地銀・農林系など余資金金融機関が多い。

第二に、投信評価基準が意味を持ち始めつつあることである。表2は投信評価機関が高い評価を下した投信に資金が流れ込み、低い評価しか与えられない投信からは資金が流出していることを示している。これに関連して最近では、設定後、数年を経て解約で減った投信が残高を増やすケースが目につくようになった。その背景として、販売サイドに運用実績を重視する販売姿勢が見られるようになったこと、インターネットで投資家が容易に投信評価などの情報が入手できるようになったこと、最近のものに比べて手数料の安いものがあり、手数料コストに敏感な顧客がこれを購入する傾向が見られることなどがあげられよう。

投資信託は基準価格を通じて運用パフォーマンスが広く開示される市場性商品である。理想的な投信市場では、運用会社間にパフォーマンス競争が働いて、高いパフォーマンスを提示できる運用会社のファンドは良く売れ、資産規模が拡大、逆にパフォーマンスの悪い運用会社のファンドの売れ行きは悪くなり、市場から退出する。その結果、高パフォーマンスの投信を通じて成長性・利益率の高い企業に最終投資家の資金が多く配分され、経済全体の効率性を高めることにつながる。これは、投信による資金の効率的配分機能と呼ばれる。こうした資金配分機能がようやく働き始めつつあるということである。

第三の変化として、株式投信ではノーロード（販売手数料なし）のファンドが増えた反面、ロード（販売手数料あり）ファンドにおける手数料率の水準が上昇していることである。九〇年代初頭

と比べると、投信の信託報酬は一・〇%から一・五%へ上昇、販売手数料は二%から三%へ上昇している。要するに手数料率の幅が商品によって広がりつつある。このような傾向は、販売チャネルの多様化とともに今後も広がっていくだろう。そこで次に販売チャネルについてみておこう。

## 2 販売体別投信販売状況

表3は、販売体別の預かり資産状況について、この統計が公表された昨年十一月と直近一〇月を比較してみたものである。これによると、全体として、銀行窓販のルートが残高を増やす反面、証券会社および直販の経由では残高を減らしていることがわかる。

まず商品別に見ると、MMFの残高が大幅に減少しているが、これはゼロ金利解除に伴う金利反転で、八月以降、金融法人を中心にMMFの大量解約が出たことによる。この解約が特に証券会社および直販経由の残高減少の最大要因となっている。

次に販売体別の特徴を見ると、直販ではどの商品におい

表3 販売体別純資産残高状況

(単位；百万円)

年(月)末	証券会社	シェア	銀行等(登録金融機関)	シェア	直販(投資信託会社)	シェア	合計
1999.11	48,190,159	90.40%	2,546,217	4.78%	2,571,698	4.82%	53,308,074
2000.10	45,643,377	87.22%	4,961,800	9.48%	1,723,956	3.29%	52,329,133
増減	-2,546,782		2,415,583		-847,742		-978,941
【うち株式投信】							
1999.11	13,135,633	91.07%	678,170	4.70%	609,217	4.22%	14,423,020
2000.10	12,971,671	84.77%	1,804,554	11.79%	526,212	3.44%	15,302,437
増減	-163,962		1,126,384		-83,005		879,417
【うちMMF】							
1999.11	17,388,419	86.46%	1,506,293	7.49%	1,215,840	6.05%	20,110,552
2000.10	11,724,801	81.46%	2,069,479	14.38%	599,575	4.17%	14,393,855
増減	-5,663,618		563,186		-616,265		-5,716,697
【うち公社債投信】							
1999.11	17,666,107	94.10%	361,754	1.93%	746,641	3.98%	18,774,502
2000.10	20,946,905	92.55%	1,087,767	4.81%	598,169	2.64%	22,632,841
増減	3,280,798		726,013		-148,472		3,858,339

(出所) 表1に同じ。

(4)

表2 投信の評価別の純流入額  
(2000年4~9月、単位；百万円)

レーティング	純流入額
★★★★★	(+)115,153
★★★★★	(-)8,409
★★★	(+)86,172
★★	(-)50,786
★	(-)26,088
合計	(+)116,042

(注) 純流出入額は流入額から流出額を引いた値で(-)は純流出。レーティングはモーニングスターによる2月末時点のもので、運用開始から3年以上経過したファンドが対象。★★★にはほとんどのインデックス運動型投信が含まれており、純流入額が多いのはその影響が大きい。

(出所) 「日経金融新聞」2000年11月7日号より引用。

(3)

ても残高を減らしていることがわかる。この理由として、直販では手数料を徴収しないことがかえって逆効果になっていることがあげられよう。まず、販売手数料がゼロのためセミプロの短期回転売買が比較的多いこと、また大手証券を中心に投信運用子会社の持ち株比率を引き上げ連結対象に含めることでグループ戦略強化を図る動きが顕著であるが、そうした中で、親会社が手数料を採るのに子会社がノーロードではやりにくいということでも販売に消極的になっていくことがあげられよう。

今ひとつの重要な変化は、銀行窓販経由の預かり残高増大である。どの商品においても残高を増やしているが、意外と思われるのが株式投信の預かり資産増大である。他のチャネルでは減少を見る中、銀行経由では、九九年一月末比較で一兆円強の残高増であり、そのシェアも約二二％に達している。<sup>(2)</sup>この間、株価は下落しており、運用額は大幅な減少を見ているので、資金純流入額のかかなりの部分が銀行窓販によるものであったと推量できる。また銀行窓販の商品構成を見ても、九九年一月末時点との比較で、MMF(五九％→四二％へ低下)、株式投信(二七％→三六％へ上昇)、公社債投信(一四％→二二％へ上昇)と、よりリスクの高い商品の構成割合が高まっている。ちなみに、別の調査(日本金融通信「ニッキン」二〇〇〇年九月一日)によれば、株式投信の比率の最も高い金融機関は第二地銀の四一・五％、ついで生損保(三九・五％)、都地銀(三三・七％)、地銀(二四・五％)、信金(一一・五％)の順となっている。これに関連して、銀行窓販の場合には、解約率が低いともいわれている。おそらく自動積み立て式の買い増しが多いのであろうと思われる。

このように、銀行窓販は有力な競合チャネルにのし上がっている。最初に見たように投信市場には中長期の貯蓄性資金が流入するようになり望ましい販売状況に変わってきつつあるが、そこにおいて銀行窓販は積極的な役割を果たしつつある。証券会社の販売力は依然として優勢であり、資産管理型営業への販売戦略の転換で解約率も低下しつつあるが、なお絶対的な解約率の水準は高く、中長期の運用を望む貯蓄性資金のかかなりの部分が銀行に流れているのである。<sup>(3)</sup>銀行界は、二〇〇一年四月預入の一年もの定期預金からペイオフ解禁の対象となるため、今後、一千万円超の資金を投信で取り込もうと注力するであろう。<sup>(4)</sup>

### 3 投信のネット取引

他方、二〇〇〇年秋口あたりから、インターネット取引の証券会社が投信販売に取り組むケースが増えている。日本証券業協会によれば(『証券業報』二〇〇〇年一月)、インターネットによる投信募集は昨年度下半期(一九九九年一〇月～二〇〇〇年三月)二、三六八億円、総募集額の〇・五％であったが、今年度上半期(二〇〇〇年四月～二〇〇〇年九月)には四、六五五億円、総募集額の一・一％に上昇している。もともと、ネット証券会社による投信販売の将来性をどう読むか、難しいところである。第一に、投信の販売手数料の割引はまだ本格化していない。手数料率は約款の記載事項であるため、これを引き下げるとは約款変更にあたり機動性に欠ける。もし、販売手数料引き下げを販売戦略の武器にしようと思えば、自社専用の投信を売るか、あるいは何らかの割引(自社で使えるポイントで還元など)をするかのいずれかになるであろう。第二に、もし販売手数料引き下げ戦略がネット証券会社の間で一般化した場合、投信の短期回転売買を誘発して、預かり資産はさほど増えないのではないかという懸念もある。

また制度的な制約もある。二〇〇一年四月より、運用報告書が郵送ではなくEメールでも可、となる反面、金融商品販売法施行によって商品説明の徹底が必要となる。二〇〇〇年一二月より投信販売では目論見書交付が義務付けられ、依然として紙ベースのやり取りが残る。ネット取引では目論見書を必ず読んだことを何らかの方法

で確認して販売しているようであるが、コンプライアンス上、不透明な要素が残るのである。

以上、簡単に最近の投信販売状況の変化についてみた。全体として、投信販売は証券会社サイドの販売戦略の変化（資産管理型営業）、販売チャネルの多様化（銀行窓販）により望ましい方向にむかっているように思われる。

注

(1) 九八年は円安傾向で、海外債券ファンドが爆発的に売れた年である。ところがこれら海外債券ファンドの大部分は「株式投信」の形態をとっており、このことが統計的にはこの年の株式投信を純資金流入にさせているのである。これら海外債券ファンドを除くと株式投信の純資金流入はやはりマイナスとなっていると思われる。

(2) これを反映して、都銀主要九行の今期九月中間決算における手数料収入二、一八五億円のうち、投信関連は一四七億円に上っている。

(3) 外資系投信運用会社最大のフィディリティでは解約率は、証券会社経由で五〇%、銀行窓販では一二%とされる（「日経」二〇〇〇年九月二五日）。

(4) なお、絶対額はまだ少ないが、地方銀行の預かり資産の増え方が著しいのも最近の特徴である。例えば地銀六四行の投信預かりは二〇〇〇年一月末わずか一、九八八億円であったが、一〇月末には六、〇八八億円と三倍以上に膨らんでいる。特に証券会社の店舗のない地方において窓販の伸張が著しい。

(にかみ きよし・主任研究員)