

# 投資信託は郵貯資金を吸収したか？

二上季代司

資産管理型営業が一九九七年秋に野村証券によって提唱されて以後、投信を始め貯蓄型金融商品の販売強化に力を入れる証券会社が増えてきた。この営業スタイルは三年余を経た今日、わが国証券業界の経営トップ層の間で市民権を得たと言つて良いと思われる。また、大手証券を始め多くの証券会社では、国内大手および外資系の生命保険会社と提携して仕入れルートを確保、今春から変額年金の本格的な販売に乗り出そうとしている。日本版四〇一Kプランの導入を見据え、契約期間の長い商品を少しでも品揃えしておきたいということであろう。今後も資産管理型営業定着にむけて、商品・サービスだけではなくさまざまな面において整備が進められていくであらう。

(1)

そこで、この間の資産管理型営業の実績はどうであったか、ここで一度、振り返ってみよう。特にこの一年は、一〇年前に高利率(約六%)で預入された定額郵便貯金の大量満期を迎え、その満期資金を投信など証券商品によってどの程度、証券市場に導入できたか、資産管理型営業の実績を評価する上でも注目されてきたのであった。そこで、満期定額貯金の払戻資金に関する動向から見よう。

## 1 満期郵便貯金の動向

昨年(二〇〇〇年)四月から今年二月末までの定額貯金の満期払戻額(利子込み)は実績ベースで四八兆八千

表1 満期定額貯金の再預入状況 (単位:億円)  
(2000年4月~2001年2月末)

満期定額貯金の払戻額	再預入額(定額・定期貯金)	再預入率	再預入動奨対象額(推計)に対する最預入率	
			定額・定期貯金	定額・定期・通常貯金
488,321	268,945	55.1%	72.2%	80.0%

(注) 通常貯金は前年度同期の通常貯金純増額に対する増加額をもって再預入額とみなす。

(出所) 郵政企画管理局調べ

億円強であり、そのうち再び定額貯金または定期貯金に預入された額が二六兆九千億円であった。満期払戻額四八兆八千億円のうち、利子課税額は三兆九千億、郵便貯金の限度額を超えるため再預入できない額が七兆七千億円あるため、郵貯当局は差し引き三七兆三千億円を再預入動奨対象額ととらえ、再預入目標率を七割と置いていた。

さて、結果はどうであったか。表1に見られるように、定額・定期貯金による吸収率が七二・二%、これに通常貯金への預入額(推計——純増額約三兆円でもって代替)を加えると八割となり、郵貯当局の当初の目標を大きく上回るようになった。

すなわち、国庫に吸収される利子課税額を除く約四五兆円のうち定額・定期貯金に二七兆円、通常貯金に三兆円、合計で六七%が郵貯に再び廻った計算になるのである。これは貯蓄広報中央委員会「貯蓄と消費に関する世論調査」(平成一二年版)の数字とも整合的である。同調査には「定額郵便貯金の満期到来について」と題する調査項目があるが、そのなかで、すでに満期を迎えた世帯については、その六七%が「郵便貯金に全額預けたままである」と答え、今後満期を迎える世帯についても、その五六%が「郵便貯金に全額預ける予定」と答えている(『同調査』八ページ)。

(2)

したがって、消費や郵便貯金以外の金融商品への預け替えに廻った金額は、残る一五兆円という計算になる。そのうち証券市場にはどの程度の額が流入したのであろうか。とりわけ投資信託に向かった金額はいくらだったのか。もちろん、投信の購入資金の源泉は郵便貯金だけではない。そこで次に、この間の投信残高増減の推移についてみておこう。

表3 株式投資信託の純資産総額の推移と要因内訳

(単位;百万円)

	純資産総額 (末)	資金純流出入額 (期中)	運用増減額 (期中)
1999年9月末	13,387,018		
2000年3月末	16,693,791		
1999年度下期 (純増額)	3,306,773	(+) 1,809,010	(+) 1,497,755
2000年9月末	16,269,102		
2000年度上期 (純増額)	(-) 424,689	(+) 2,315,774	(-) 2,740,462
2001年2月末	14,114,000		
2000年度下期 (2月まで、純増額)	(-) 2,155,102	(+) 532,201	(-) 2,687,304
2000年度累計 (2月まで、純増額)	(-) 2,579,791	(+) 2,847,975	(-) 5,427,766

表2に同じ

表4 公社債投資信託の純資産総額の推移と要因内訳

(単位;百万円)

	純資産総額 (末)	資金純流出入額 (期中)	運用増減額 (期中)
1999年9月末	18,137,956		
2000年3月末	19,155,520		
1999年度下期 (純増額)	(+) 1,017,564	(+) 1,017,791	(-) 226
2000年9月末	22,755,050		
2000年度上期 (純増額)	(+) 3,599,530	(+) 3,587,132	(+) 12,397
2001年2月末	24,673,917		
2000年度下期 (2月まで、純増額)	(+) 1,918,867	(+) 1,887,131	(+) 31,736
2000年度累計 (2月まで、純増額)	(+) 5,518,397	(+) 5,474,263	(+) 44,133

表2に同じ

2 投資信託の残高推移

表2は、投資信託の純資産総額の推移とその増減の内訳を、九九年度下期以降について見たものである。

これによると、二〇〇〇年度は前年度と打って変わって純資産総額が減少している(二月までの累計では四兆二千億円の純減)。その原因の内訳をみると、株価下落等による運用評価損、五兆三百億円のマイナスが一番響いており、設定額から解約・償還額を差し引いた資金流入額は二〇〇一年二月までの累計でむしろ一兆一九百億円のプラスになっている。すなわち資金純流入の傾向は前年度から継続しているのである。

もっとも、この数値の中には法人資金も含まれており、今問題にしている個人資金の動向によるものだけではない。とりわけMMFの残高の七割から八割は法人資金によって占められており、その残高は日銀のゼロ金利政策やその撤廃など短期金利動向に大きく左右されている。そこで株式投信、公社債投信(MMFを除く)を取り出して、残高推移とその要因内訳についてみたのが次の表3、4である。

これによると、資金純流入の二〇〇〇年度(二月まで)累計

表2 投資信託の純資産総額の推移と要因内訳

(単位;百万円)

	純資産総額 (末)	資金純流出入額 (期中)	運用増減額 (期中)
1999年9月末	50,205,536		
2000年3月末	54,873,335		
1999年度下期 (純増額)	(+) 4,667,799	(+) 3,170,263	(+) 1,497,529
2000年9月末	53,225,026		
2000年度上期 (純増額)	(-) 1,648,309	(+) 1,079,908	(-) 2,728,216
2001年2月末	50,677,125		
2000年度下期 (2月まで、純増額)	(-) 2,547,901	(+) 107,663	(-) 2,655,565
2000年度累計 (2月まで、純増額)	(-) 4,196,210	(+) 1,187,571	(-) 5,383,781

(注) 資金純流出入額は、この期間中の設定額から解約・償還額を差し引いたもの。運用増減額はこの期間中の運用によって得られた資産増減額。

(出所) 投資信託協会「投資信託」より作成。

表6 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	
	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4月	292,953	-801,424	130,259	-66,337	58,509	-30,340
5月	373,708	-1,105,396	181,101	-102,639	28,822	-42,937
6月	209,327	534,504	104,157	52,864	-10,009	20,069
7月	74,773	-1,063,620	180,566	-117,800	20,529	-41,226
8月	159,765	590,780	135,083	70,490	9,363	23,035
9月	101,136	-561,806	263,135	-76,828	2,586	-21,853
2000年度上期	1,211,661	-2,406,961	994,300	-240,249	109,799	-93,251
10月	59,855	-926,565	41,023	-128,899	25,525	-37,587
11月	20,031	-234,944	155,524	-35,446	-16,493	-9,218
12月	-96,986	-519,682	121,413	-83,990	29,638	-21,762
2001年1月	-120,437	191,529	158,961	33,798	-10,835	7,928
2000年度下期 (1月まで)	-137,538	-1,489,661	476,922	-214,538	27,835	-60,639
2000年度累計 (1月まで)	1,074,124	-3,896,623	1,471,222	-454,787	137,634	-153,890

(注) ①各販売チャネルの運用評価損益=(月中運用増減額)×(その月の販売チャネルの残高シェア)、  
②各販売チャネルの資金純流入額=(各販売チャネルの純資産純増減額)-(その月の運用評価損益)として計算。

TOPIXに連動していることがわかる。すなわち、株価が上がると純資産額が増え、株価が下がると純資産額は減っているのがわかる。

ところで、そうした傾向は、証券会社経由の純資産額に規定された動きであり、銀行等金融機関経由の純資産残高は、一〇月を除き一貫して増えているのである。すなわち、株価が上がる月はもちろん、株価下落により基準価格が下がる月でも、それを上回る資金が金融機関経由で流入しているのである。

二〇〇〇年度(二〇〇〇年四月から二〇〇一年一月まで)の実績を見ると、証券会社経由の純資産額は二兆八千億円の純減であるのに対して、銀行等窓販は一兆円強の純増を記録しているのである。

そこで、この間の運用評価損益(累計四・五兆円のマイナス)を残高シェアに応じて各販売チャネルに割り当て、ここから資金純流入額を逆算し、販売チャネルごとの資金純流入額と運用評価損益を計算し直したのが表6である。

額は株式投信で二兆八五百億円、公社債投信で五兆四七億円、合計八兆三二億円のプラスになっている。ただし下期になるほど、純流入額は細っており、純流入額の多くは上期に集中していることがわかる。これらの資金流入はどのルートを通じているのか。証券会社か、銀行等の金融機関窓販か、直接販売か、それが次の問題となる。そこで、チャネル別の内訳についてみよう。

3 販売チャネル別の純資産動向

(1) 株式投信の純資産動向

表5は、販売チャネル(販売体)別残高が開示された一九九九年一月以降の数字に基づいて株式投信の販売チャネル別の残高推移を見たものである。

これによると、株式投信の月中における純資産増減額は、全体として株価指数とりわけ

表5 株式投信の販売チャネル別純資産増減額の推移

(単位;百万円)

年(月)中	証券会社	銀行等 (登録金融機関)	直販 (投資信託会社)	合計	(参考) 株価指数			
					TOPIX	上昇 (下落)率	Nikkei225 上昇 (下落)率	
12月	1,190,049	131,930	-48,614	1,273,365	1,722.20	4.91%	18,934.34	2.03%
2000年1月	-275,809	69,953	-158	-206,014	1,707.96	-0.83%	19,539.70	3.20%
2月	1,512,289	139,527	20,850	1,672,666	1,718.94	0.64%	19,959.52	2.15%
3月	-528,481	118,799	-59,569	-469,251	1,705.94	-0.76%	20,337.32	1.89%
99年度下期累計 (ただし12月から3月まで)	(+) 1,898,048	(+) 460,209	(-) 87,491	(+) 2,270,766				
4月	-508,471	63,922	28,169	-416,380	1,648.87	-3.35%	17,973.70	-11.62%
5月	-731,688	78,462	-14,115	-667,341	1,522.84	-7.64%	16,332.45	-9.13%
6月	743,831	157,021	10,060	910,912	1,591.60	4.52%	17,411.05	6.60%
7月	-988,847	62,766	-20,697	-946,778	1,453.15	-8.70%	15,727.49	-9.67%
8月	750,545	205,573	32,398	988,516	1,511.44	4.01%	16,861.26	7.21%
9月	-460,670	186,307	-19,267	-293,630	1,470.78	-2.69%	15,747.26	-6.61%
2000年度上期	(-) 1,195,300	(+) 754,051	(+) 16,548	(-) 424,701				
10月	-866,710	-87,876	-12,062	-966,648	1,379.96	-6.17%	14,539.60	-7.67%
11月	-214,913	120,078	-25,711	-120,546	1,362.66	-1.25%	14,648.51	0.75%
12月	-616,668	37,423	7,876	-571,369	1,283.67	-5.80%	13,785.69	-5.89%
2001年1月	71,092	192,759	-2,907	260,944	1,300.23	1.29%	13,843.55	0.42%
2000年度下期累計 (ただし1月まで)	(-) 1,627,199	(+) 262,384	(-) 32,804	(-) 1,397,619	1,241.48	-4.52%	12,883.55	-6.93%

(注) 純資産増減額は当月末の純資産残高から前月末の純資産残高を差し引いて計算。  
(出所) 表2に同じ

これをみると、証券会社経由の資金は二〇〇〇年一二月以降純流出に転じているが、銀行等窓販経由では一貫して純流入となっている。また銀行等窓販経由ではTOPIXが下がると、むしろ純流入額が増え（四月、五月、九月、十一月、十二月）、上がると純流入額が減る（六月、八月）という傾向が明瞭に見られる。これに対し、証券会社経由の場合にはそうした傾向を打ち消す形で、昨秋以降の相場の傾向的な下落基調に規定されて純流入額が減りつづけ、ついに一二月以降、純流出に転じている。こうしてみると、中長期的な視点に立ち、株価が下がったときにこそ買い増して買いコストを下げようという逆張りでかつ長期性の資金は、むしろ銀行窓販を経由して投信市場に入ってきている、と解釈できる。この結果、株式投信の残高シェアは、二〇〇一年一月末現在、証券会社経由八二・一％（二〇〇〇年三月末比、七・九％下落）、銀行等窓販一四・五％（同、七・七％上昇）と大きく変化している。

なお、直販の場合には、相場が回復する度に純流出に転じている（六月、十一月、二〇〇一年一月）。直販の多くは、ノーロード（販売手数料ゼロ）であり、売買コストが低い。そのうえインターネットで注文を受け付けている場合が多いことから、基準価格の動きをにらんだ利食い狙いの短期回転資金が多く入り込んでいるように思われる。

## （2）公社債投信（MMF除く）

では公社債投信の場合はどうか。表7は、同様に公社債投信（MMFを除く）についても販売チャネル別に純資産の月別増減額をみたものである。

公社債投信は、月末に配当金が自動的に累積投資される商品設計が多く、これは運用増ではなく資金純流入と

みなされるため、運用増減は統計的に多くなく、先ほどみた株式投信のような修正は無意味である。そこで、純資産増減額から販売チャネル別のどのような資金の出入りがあったか、類推してみよう。この表を見ると、直販からはわずかに資金流出が見られるが、証券会社経由の資金流入はどの月を見ても全体の九割以上を占めて、二〇〇〇年度累計（一月まで）で四兆八千億円を吸収している。これに対し、銀行窓販経由は六千億円強である。その結果、証券会社経由の残高シェアは、前年三月末九三・六％から今年一月末九二・六％とほとんど変わらず、銀行窓販の残高シェアは三・三％から五・〇％の上昇となっている。

すなわち、証券界は、満期郵貯資金

表7 公社債投信の販売チャネル別純資産増減額の推移  
(単位；百万円)

年(月)中	証券会社	銀行等 (登録金融機関)	直 販 (投資信託会社)	合 計
1999年12月	86,629	85,890	-80,613	91,906
2000年1月	-67,729	61,071	59,549	52,891
2月	416,953	78,417	-127,941	367,429
3月	-164,162	43,434	-10,481	-131,209
99年度下期累計 (ただし12月から 3月まで)	271,691	268,812	-159,486	381,017
4月	748,980	76,507	113,642	939,129
5月	925,091	93,106	-1,625	1,016,572
6月	1,054,797	74,110	3	1,128,910
7月	766,053	76,502	-24,105	818,450
8月	201,679	43,373	-2,760	242,292
9月	-502,860	61,485	-104,442	-545,817
2000年度上期	3,193,740	425,083	-19,287	3,599,536
10月	-184,633	32,118	30,301	-122,214
11月	429,053	42,207	-7,042	464,218
12月	676,470	67,114	-23,059	720,525
2001年1月	697,251	42,207	15,811	755,267
2000年度下期 (1月まで)	1,618,141	183,646	16,011	1,817,796
2000年度累計 (1月まで)	4,811,881	608,729	-3,276	5,417,332

表5に同じ

に対して、預貯金類似の公社債投信でもって吸収しようとしてきたように見える。とりわけ公社債投信は組み入れ債券の時価評価替えを迎え、これまでの含み益を吐き出す必要があったため、一部の大手証券では、郵貯資金の満期が集中する時期をその益だしのタイミングと狙いを定めて営業攻勢をかけた向きもあったように思われる。

#### 4 小括

さて、冒頭の問題に帰ろう。この一年、証券界は高利率で払い戻される郵貯資金を吸収することの一つの主目標をおいてきた。しかし、国庫に吸収される利子課税額を除く払戻資金の三分の二は再び郵貯に吸収され、証券界は残る三分の一に相当する一五兆円を巡って営業活動を行ってきたことになる。折悪しく、このころから株式相場が崩れ、証券商品への資金吸収にとつて悪環境であつたことは不幸なことであつた。

ところで、相場の善し悪しは証券商品を販売する側にとつて共通することである。もちろん、個々の業者によつては違いがあつただろうが、全体として言えることは証券界が吸収できたのは公社債投信によつてであり、株式投信については銀行窓販に劣後していただのではないかということである。この点は今後の証券界における資産管理型営業を推進する上で無視できないことである。公社債投信はこれまで時価評価が行われてこず、含み益を温存して、預貯金類似の商品として売り込んできたのであつて、これからは継続できないこうした商品コンセプトで資金を吸収できたとしても、今後の資産管理型営業推進の展望を占うものとはなりにくいのである。

したがつて注目すべきは株式投信の販売動向である。なにより長期的には株式の予想収益率が短期資金はもちろん債券利回りを上回っている実績があり、長期の資産形成には向いているからである。そして満期を迎えた郵

貯資金は一〇年間の運用に耐えてきた長期性の資金である。長期性の資金でもって資産形成を行うための基本的な投資戦略は、いうまでもなく①リスク分散と②長期保有である。

この場合、リスク分散には「銘柄分散」のほかに「時間分散」がある事を忘れてはならない。業種や銘柄によつては種々のイベント（金利や為替などの経済環境の変化）に対して株価が逆に感応するものがある。だからこそ、複数業種、複数銘柄に分散投資すればリスクを抑えることができるのであり、これが銘柄分散の効果といわれるものである。その原理を応用し、分散の技法をプロにお任せしたものが株式投資信託なのである。

ところがリスク分散にはもう一つ、「時間分散」がある。投資のタイミングによつては高値掴みということもあるのであつて、一挙に資金を投ずるのではなく、投資時期を分散するのである。相場が下向きなときに継続的に買い進むことで買いコストを低めることができる。もちろん、相場の底値を確かめることは難しい。そのような投資時期の分散に関するアドバイスも資産管理型営業における重要なサービスの一つであるはずだ。

他方、そうしたアドバイスなしで、毎月一定の日に定額づつ機械的に買い進める、恣意を排した方法もある。これを「ドル・コスト平均法」という。金融機関はもちろん証券会社においても、この種の累積投資サービス（預金引き落としによる投信の定額自動購入サービス）が提供されているが、銀行窓販には累積投資が多いのである。銀行は決済口座を提供しておりもともとこの種のサービスを手がけやすいということもある。

最近の株式投信の主流は単位型ではなく追加型であり、それも信託期間が長期あるいは無期限というものが多いが、追加型であるからこそ後日の買い増しが可能であり、信託期間が長期であるからこそ長期保有に向くのである。追加型株式投資信託は、もともと長期保有、投資の銘柄間分散・時間分散に最適な商品コンセプトなのであり、販売努力もこうした商品コンセプトに即したものでなければならぬ。

では、銀行の営業サイドでこうした営業努力をしているのかと言えば、そうとも思えない。先程述べたように銀行窓販の多くはアドバイスなしの累積投資サービスを提供しているだけ、というのが多いように見受けられるからである。しかしいづれにせよ、相場の下局面で投信の買い増しという教科書通りの運用が銀行窓販には多く見られることを無視するわけに行かないだろう。

今後、証券界は四〇一Kプランの解禁を迎え、変額年金など長期性の貯蓄商品の品揃えにも目を向けている。こうした商品戦略は正しい。営業戦略もまた、そうした商品コンセプトにマッチしたものでなければならぬ。

注

(1) 米国の変額年金残高は二〇〇〇年現在、九、七〇〇億ドルであり、一〇年前の六倍にまで成長している。その変額年金の残高は、銀行および証券会社経由が各二八%のシェアであり、証券会社は有力な販売チャネルといわれている。

(2) 昨年二月の純資産の増え方が、株価上昇が穏やかな割には多いように見える。これは大手証券系投信運用会社が一兆円規模の旗艦ファンドを設定した月であり、例外的なケースである。

(にかみ きよし・主任研究員)