

一九九七年の投資信託市場

内田 ふじ子

九七年末の投資信託の残高は、年末ベースで三年ぶりに減少し、バブル崩壊後の最低になった。株式投信は残高の減少に歯止めがかからず、つい一二年ぶりに一〇兆円を割った。九五年に行われた投資信託市場の大規模な制度改革は、株価の長期低迷や証券会社の不祥事や経営破綻など市場環境の悪さに阻まれて、市場を活性化させることはできなかった。日本版ビッグバンは九五年の改革で先送りされた問題を解決し、近い将来には投信が家計の資産運用の中核となると期待されている。ビッグバンの実現に向けた各審議会の報告書

もまとまり、それを受けるかたちで昨年は銀行と保険会社による間貸し方式での投信販売や証券総合口座などがスタートした。日本版ビッグバンの本格的実施を前にした昨年の投資信託市場のトピックスを点検しておこう。

一、銀行や保険会社の店頭での販売解禁―販売チャネルの拡大

昨年の投資信託関係での最大のニュースは、二月一日から銀行（および保険会社、以下省略）

で投信を販売できることになったことであろう。ただし銀行本体による販売はまだ認められておらず、当分の間は、銀行の店舗の一角が投信会社に賃貸され、そこで投信会社の社員が出張販売するという「間貸し方式」での販売に限られている。銀行の店先での販売となると、投信も銀行預金のような元本保証商品であると思ひこむ顧客が現れることが十分考えられ、そのような誤認防止のため、証券投資信託協会は販売解禁に先立って一月に自主ルールを策定した。その骨子は、投信販売のために他と区別された専用のスペースを設け、販売員が一人常駐すること、および(1)預金保険(保険会社の場合は契約者保護基金)の対象でないこと、(2)元本保証がないこと、(3)投資した資産の減少を含むリスクは投信の購入者が負うこと、を書面で明示し、確認書の差入れを求めるなど、自己責任原則を強調する内容となっている。

舗数をもつ金融機関による販売が可能となったことで、新しい顧客層が開拓され、投信運用・販売戦略が多様化することが期待できる。

これまでほぼ独占的に投信販売を行っていた国内証券会社も、投資家の手数料に対するコスト意識の高まりや販売手数料稼ぎのための回転売買批判への対応から、販売手数料を引き下げるなど残高重視・長期保有前提の販売へと体制見直しを図っている。

もうひとつの販売チャネルである投信会社の直接販売は、現在のところ全販売額の1%程度であるが、ダイレクトメールや雑誌、電話、ファックス、インターネットを通じた販売が比較的若い世代中心に利用されるようになってきている。アメリカでは証券会社を経由した販売とほぼ同程度の四〇%弱を占めており、いずれわが国でも強力な販売チャネルとして定着する兆しが伺われる。

実際に解禁と同時に窓口販売を始めたのは銀行
一 一行(都市銀行八、長期信用銀行二、信託銀行一)と生命保険会社一社の合計四四店舗である。

間貸し先は系列関係にあるなどなんらかの係わりのある投信会社であるが、さらに外資系の投信会社にも間貸ししている銀行もある。安全性を重視してMMFなど低リスクの公社債投信しか販売しないであろうと予想されていたが、スタートしてみると株式投信の取扱い本数は公社債投信を大きく上回った(追加型株式投信四四本、公社債投信二二本)。様々な品揃えをすることで顧客ニーズを把握し、本年一二月に解禁される予定の銀行本体での販売に備えた体制整備や販売ノウハウの蓄積を行う意向が伺われる。今年になって、新たに間貸しを始める銀行も現れ、また、販売店舗網や取扱商品の拡大、外資系投信会社への間貸しの動きがみられる。証券会社よりはるかに多くの店

二、証券総合口座スタート

一〇月一日から証券総合口座を開設する証券会社が現れた。証券総合口座は、従来の証券取引口座と新しく開発された公社債投信であるMRF口座を自動振替で結合したものである。一円から預入れ可能でいつでも引き出せるところは銀行の総合口座と同じだが、証券総合口座では預けた資金はMRFで運用されるので、元本は保証されないが利息(収益分配金)が毎日付き、一カ月ごとにまとめて自動的に再投資される。本年から、給与・年金の振込みやクレジットカードの決済の自動スイープ機能が付加される予定であり、公共料金の自動引き落としサービスや証券口座の資産を担保にした融資サービスも行えるように交渉が進められている。現在のところは、預り金に利息が付く

こと、受渡し時に振込みの手間が省けるなどの利便性しかないため、同口座を取り扱っている証券会社はまだ少ないが、将来的には証券会社との取引の基本商品となると思われる。

三、公社債投信のデイスクロー ジャー—非上場債の時価評価に ついて

昨年三月、日立製作所が、運用内容に関する情報開示が不十分であるとの理由で、余資運用に使用してきた約五〇〇億円もの公社債投信を全額解約することを表明した。また、五月には日興証券投信委託が過去にファンド間で違法な利益の付け替えを行っていたことが大蔵省の検査で発覚し、投信会社で初めて行政処分を受けた。実勢からかけ離れたユーロ円債の取引が、投資家に対する投

信会社の忠実義務を定めた証券投資信託法一七条に抵触するとされたためである。

この二つのニュースは、かねてより指摘されてきた公社債投信における非上場債の評価方法の不透明性をクローズアップした。公社債流通市場が未整備なわが国では、公社債の時価の把握が難しいため、国債など一部の上場債を除いて投信に組み込まれている公社債は、取得価格で評価されている。含み益や含み損があっても基準価額に反映されないうえ、運用報告書でもその情報開示が不十分であり不透明感を抱かれてきた。証券投資信託協会は、日本証券業協会の店頭基準気配や、証券会社、銀行が提示する価格を利用することで、早ければ来年度にも非上場債券に時価評価を導入する方針を固めたようである。(日経金融新聞九七年二月一八日)

公社債投信では、非上場債の含み損が発生した

とくのために含み益を留保することで収益を平準化してきたため、九六年まで三六年間予想分配率を下回ったことはなかった⁽²⁾。しかし、時価評価が導入されると公社債投信の基準価額の変動が大きくなり、元本割れするものが続出すると思われる。公社債投信は「比較的安全な投信」として販売され、そのイメージが投資家の間で定着してきただけに、今後の対応は慎重になされなくてはならないだろう。

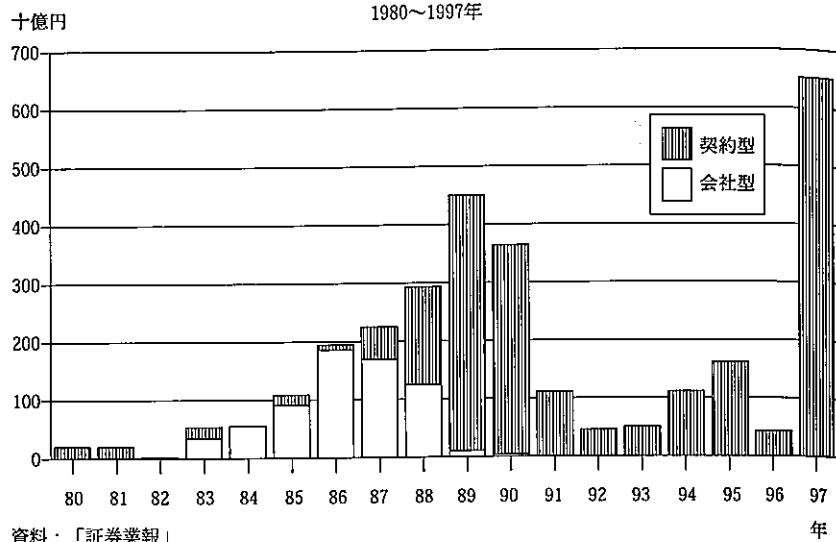
四、三洋証券と山一証券の経営破綻による投信の大量解約

一月に三洋証券と山一証券の経営破綻が明らかになった時点で、それぞれの系列の投信会社が運用する投信が大量に解約された。とくに山一投信の場合は、山一証券の自主廃業が決定した翌

業日(二五日)一日だけで全純資産の一五%にあたる五千億円余りが解約され、その影響もあってTOPIXの前日比の下げ幅が昨年中で最大となった。

解約に走った投資家には二つのタイプがあったと想像される。一つは、証券会社と投信会社の機能など投信の仕組みを理解していない投資家である。ファンドの運用資産は信託銀行で保管されているので、証券会社が倒産しても、預けてある投信の受益証券は指定された他の証券会社に預け替えができる⁽³⁾。例年行われているアンケート調査の結果などからも、そのような仕組みを理解していない投資家はかなり多いことが推察される。もう一つは、多くの投資家の解約によりファンドの運用成績が悪化することを懸念して解約を選んだ投資家である。このタイプの投資家は、解約の殺到により組み入れられている非上場債が売却されて

図1 外国投資信託証券募集状況



実現することになる含み益あるいは含み損の大きさが分からないことに対する不安があったと思われる。いずれにせよ、投資家の啓蒙活動の必要性和と券面引き出しや預け替えの煩わしさ、非上場債の時価評価の必要性が浮き彫りにされた。

五、運用成績評価機関の活動が本格的に始まる

昨年四月から証券投資信託協会が、投信の運用成績の評価を行う民間会社に対して、ファンドの日々の基準価額や純資産総額など一〇項目の基礎データの提供を開始した。本年一月末現在で、外資系を含めて一一社がオンラインによりこれらのデータ提供を受けている。運用成績の評価はこれまで基準価額と分配金のみによっていたが、今後は様々な角度からみたユニークな評価尺度が考案

されることが期待される。ただし、過去のデータを用いた定量的な評価結果は過去の実績にすぎず、それだけでは今後の投資情報としては不十分である。アメリカの評価機関が行っているような、運用マネージャーとのインタビュー結果や組み入れ資産の評価など専門知識や豊富な情報に裏付けられた定性的な分析評価も必要とされ、そこでそれぞれの評価機関の分析力や情報収集力が問われることになる。信頼性の高い評価情報が容易に入手できるようになれば、個人投資家には自己責任原則に則った投資環境が整備され、販売側には運用力のある投信を選別して販売するための参考となり、運用側ではパフォーマンス競争が促され、結果として投資信託の質が向上することになる。

六、外貨建て投信の販売高の急増

近年、国内の超低金利・株安を背景に、個人投資家に外貨建て金融資産への投資が注目されるようになった。昨年は円安傾向もあって、それらの国内販売が急増した。とりわけ海外の資産運用会社が設定・運用する外貨建てMMFや従来の国内投信にはなかったインカムファンドなどの外国投信に人気が集まり、九七年の国内販売額は前年(九六年)の四二〇億円から六五一一億円で急増した。外国投信の国内販売は七二年に自由化され、円安が進行した八九年にピーク(四五一四億円)となったが昨年はそれを上回った(図1)。

販売増加の要因には、外資系の投信会社の国内参入が続いたことや国内の証券会社が運用力のある外資系ファンドを扱い始めたこともあるが、利回

りが概して高かったことが最大の要因であろう。国内で販売されている外国投信と国内投信の昨年の運用成績を、アジア・オセアニア型、ヨーロッパ型、北米型について比較してみると、次のようになった。⁽⁵⁾ここでの運用成績とは分配金込みの基準価額の九六年末から九七年末への騰落率であり、国内投信は証券投資信託協会発表の追加型株式投信に関するデータ、外国投信は日本証券業協会発表のデータ(円貨ベース)である。

アジア・オセアニア型株式投信

外国投信(三〇本) 最高四四・一% 最低マイ

ナス七三・三% 平均マイナス三五・七%

国内投信(四四本) 最高九四・七% 最低マイ

ナス五一・〇% 平均マイナス二六・一%

ヨーロッパ型株式投信

外国投信(一七本) 最高三八・三% 最低一八

・六% 平均三〇・〇%

国内投信(二〇本) 最高二七・六% 最低五
・五% 平均一九・八%

北米型株式投信

外国投信(一一本) 最高四五・六% 最低

一五・八% 平均二九・三%

国内投信(一二本) 最高二八・四% 最低マイ

ナス一一・九% 平均一二・二%

アジア通貨危機の影響を被ったアジア・オセアニア型については、国内投信はトルコとオーストラリア投信三本以外はすべてマイナスであり、外国投信についてもプラスだったのは一本だけであり、ともに惨憺たる運用成績となった。ヨーロッパ型と北米型については、証券市場が好調であったため国内外国とも良好な成績となっているが、国内投信は最高でも外国投信の平均を下回っていたことが分かる。

本年四月の外為法改正により海外の金融商品へ

の投資が容易になること、それが円安傾向を継続させるとの予想もあり、外国投信に対する需要はますます高まりそうな気配である。外国投信は為替リスク以外にも様々なリスクを秘めた商品であることを投資家に周知徹底させておかねばならないだろう。

七、アジア通貨危機とアジア型投信

昨年七月のタイの通貨急落を発端にしたアジア通貨危機によって、これまで比較的良好なパフォーマンスを示していた国内のアジア型投信の運用成績が急激に悪化した(図2)。アジア型投信からの資金流出と通貨下落で、香港ドル、シンガポールドル、マレーシアドル、タイバーツ、フィリピンペソの五通貨合計の円換算の純資産総

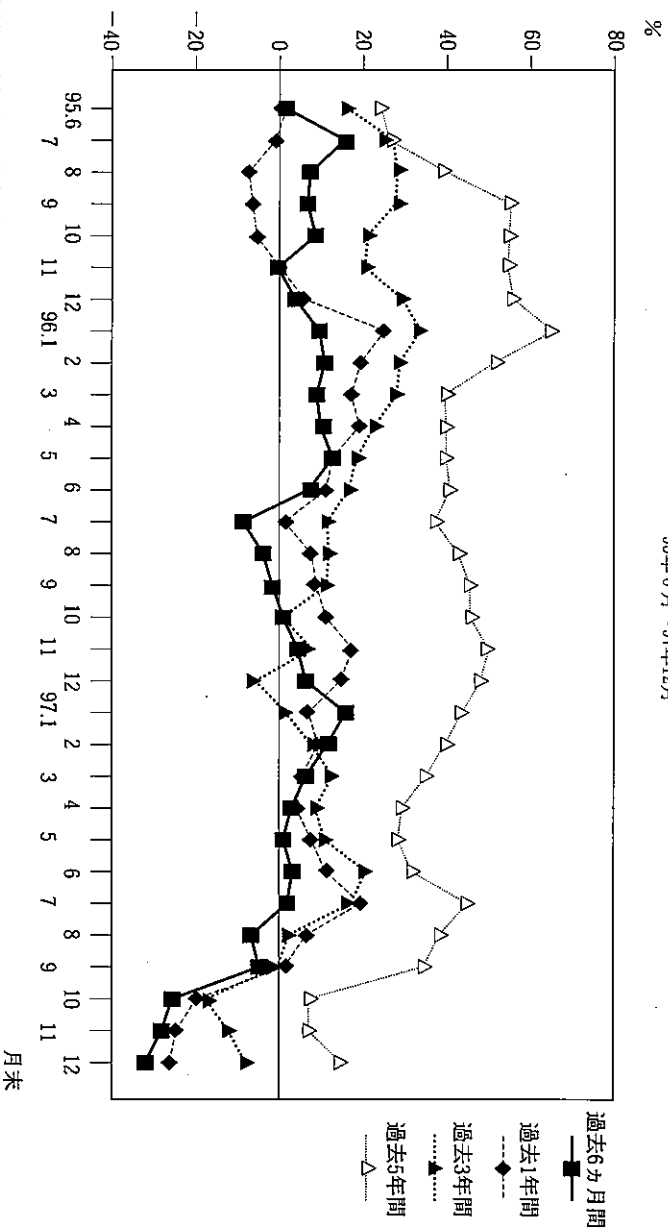
額は、昨年一年間で六四%減少した。この結果、投信の外貨建て資産全体に占めるアジア五通貨の割合は九六年末の一・九・二%から九七年末には五・八%へと下がった。(国内投信における外貨建て資産のウエイトは五・九%から八・五%に高まっていることから、アジア通貨建て資産は他の外国資産へ向かったとみられる。)IMFや先進国の支援で収束に向かう兆しも見えるが、各国とも多くの課題を抱えており事態は予断を許さない状況である。

八、その他

八月にMMFと中期国債ファンドの商品内容が変更され、一〇万円以上一万円単位という取扱単位に関する規制が撤廃され、一〇〇万円という即日解約の限度も引き上げられた。

図2 Fジブ・オセブニア型追加型株式投信の運用成績

95年6月～97年12月



資料：証券投資信託協会「投資信託」

また、九月から未公開株式運用の禁止規定が撤廃され、一定のルールのもとで国内外の未公開株を投信に組み入れることができるようになった。

九七年中に証券系などの投信会社と投資顧問会社の合併が八件あった。すでに九六年までに銀行系や外資系で七件の合併が行われているが、ビッグバンを迎えるにあたり、運用・調査・商品開発力の強化を目的に合併が相次いだ。

アメリカでは新規資金が流入して投信残高が飛躍的に増加している。それは、株価の上昇もあるが、七一年にMMFが登場してからの市場の拡大に向けた業界の取り組みが功を奏したといえよう。とすれば、ビッグバン後はわが国の投信も徐々に個人の金融資産運用手段としての認知されるようになるだろう。昨年三月に発表された日本経済研究センターの日本金融長期予測(二〇二二

〇年の日本の金融)では、家計部門の投資信託保有額は九五年の三三兆円が二〇二〇年には五一兆円に膨らみ、家計の金融資産の二割を占めるようになると報告されている。

(注)

(1) MRF(マネー・リザーブ・ファンド)は、証券総合口座のために開発された追加型の短期公社債投信。内外のコマリシャル・ペーパーや公社債を中心に運用され、安全性・流動性を確保するため、組み入れる有価証券は上位の格付けを取得しているもの、外貨建て債は円決済のもの、デリバティブは投資対象にしないなどMMFよりも厳しい制約がある。買付け単位は一円から、即日解約ができ、信託財産留保金は徴収されない。利回りはMMFよりも低いが、銀行の普通預金の利率よりは高めている。

(2) 昨年一月に、(長期)公社債投信で初めて、決算時に元本割れとなった銘柄が出た。時価評価を義務づけられている外国債券が運用対象であるため、非上場債の含み益を利用できなかったといわれている。(日経公社債情報九七年二月一〇日号)また、短期決算型公社債投信でも元本割れる銘柄があった。

(3) MMFなど累積投資型のファンド(分配金を自動的に再投資するタイプの投信)の場合は、券面の分割ができない

ため引き出して預け替えることができない。また、他の証券会社に預け替えができるファンドについても、券面の小口化のために引き出しまで数か月かかる。

- (4) 外貨建てMMF（マネー・マーケット・ファンド）は短期外貨建て債券などの短期金融商品で運用される。現在国内には、米ドル建て、豪州ドル、独マルク建てが販売されている。米ドル建てのケースでは、本年二月末の年利回りは5%程度であり、類似商品である日本のMMF（マネー・マネージメント・ファンド）に比べて約4%高くなっている。為替リスクはあるが、償還期限がないため為替動向をみて売買することで為替差益も得られる。インカムファンドは分配金を外貨で毎月受け取れる投信で、九六年九月から国内販売されている。

- (5) 日経新聞九八年一月一二日を参考に集計した。

（うちだ ふじこ・当研究所主任研究員）