

ヨーロッパの貯蓄金融機関と投資信託

佐賀 卓雄

三月の下旬に、ヨーロッパの貯蓄金融機関(※)と資産管理業務について調査する機会があった。今回訪問したのは、スイス、フランス、ベルギー、オランダの郵貯、及びスイスのクレディ・スイスとライフェッセン・バンク(わが国の信用組合に該当)、フランスのCDC(預金供託金庫)とCNCE(貯蓄銀行の中央組織、※)、ブリュッセルのEC委員会、オランダのINGグループである。

このうち、オランダの郵貯(ポストバンク)は既に一九八六年に民営化されており、現在はIN

Gグループの子会社になっている他、EU全体として郵貯の民営化の流れが強くなっている。また、わが国と較べると、郵貯が提供している金融サービスも多岐にわたっており、業務の自由化は格段に進んでいる。以下では、投資信託の販売と資産管理業務を中心に報告する。

※貯蓄金融機関と郵貯は競合関係にあり、類似の役割を果たしているため、ここでは両者をあわせて貯蓄金融機関と呼ぶ。なお郵貯の各国での名称は、ポストファイナンス(スイス)、ラ・ポスト(フランス、ベルギー)、ポストバンク(オランダ)であるが、以下では郵貯で統一する。

※※昨年七月の貯蓄銀行の改革により、CENCEP(貯蓄銀行中央金庫)とCCCEP(貯蓄銀行グループ中央金庫)

が合体し、新たにできた貯蓄銀行の中央組織である。これまでは、CENCEPの傘下に三四の貯蓄銀行があり、それらは所有者なき形態を採っていたが、今回の改革により貯蓄銀行は法的には協同組合となり株式を発行することになった。CNCEの株式の五十%は三一の貯蓄銀行、三五%をCD、十五%を一般投資家がそれぞれ保有することになった。投資については各貯蓄銀行に任せられ、CNCEは貯蓄銀行の統括、マーケティング、流動性の供給、生命保険商品の提供を行うことになっている。

一、提供されている金融サービス

最初に、郵貯の提供する金融サービスを概観する。各郵貯は、預貯金、保険、クレジット・カード事業の他、ベルギーを除いては、投資信託も販売している。この内、投資信託の販売は比較的最近で、ラ・ポスト(フランス)は一九六七年からマネー・マーケット・ファンドを販売しているが、ポストバンク(オランダ)は九十年代になってから、ポストファイナンス(スイス)は九七年

からである。投信の運用については、大手の資産運用会社に外部委託している(ポストファイナンスはUBS、ラ・ポストはCDC、ポストバンクはINGインベストメント・マネジメントである)。ポストバンク(オランダ)は株価情報の提供の他、注文も受けている。

資金運用では、住宅ローンが中心で、民営化されているオランダのポストバンクは消費者ローンでも最大手の一つであるが、スイス、フランスの郵貯は扱っていない。

チャネルでは、店舗での対応が中心である(店舗数はスイスが三、六〇〇、フランスが一七、〇〇〇、オランダが二、三〇〇)が、郵便、電話、ATM、インターネットも積極的に活用されている。

当然のことながら、預金で集められた資金を運用する資金運用(fund management)と、投信のような預託金を運用する資産運用(asset

management)は、厳格に区別される。前者では、証券投資は国債のような無リスクの資産の他、株式、外国株も対象になっている郵貯もあるが、その割合は小さい。フランスのラ・ポストの場合には、CDCが多様な証券投資を手掛けているが、オランダのポストバンクは原則的にローンの供与に限定している。

二、貯蓄金融機関の資金運用

ヨーロッパの郵貯は、日本の郵貯と較べて、業務およびチャネルの多角化が進んでいるが、ヨーロッパでは伝統的に貯蓄銀行が強力な競合者として存在するため、日本の郵貯ほどのシェアは占めていない。

以下では、現在は純粋な貯蓄金融機関となっているオランダのポストバンクとフランスのラ・ポ

ストの業務を例に、資金運用の実態を紹介する。

八六年の民営化後、ポストバンクは競争に生き残るために、NMB銀行と合併する(八九年)。

さらに、NMB銀行/ポストバンク・グループは九一年に大手保険会社のナショナル・ネーデルラント(National-Nederlanden)と合併し、INGグループを結成する。

現在、ポストバンクは七百万以上の預貯金口座を保有し、オランダの企業の七五%以上の取引がある。さらに、保険の販売では第五位、投信販売でも最大手の一つに数えられる。

資金運用は商業銀行と同様、純粋に商業ベースで、直接あるいはINGバンクを通じて地方自治体を含む様々な借り手に融資が行われている。三・五%の金利で集められた預金は五%の金利でINGバンクに預けられ、そこで運用されるため、リスクは集中管理され、ポストバンクは直接には

リスクを負わない。

フランスにおいては、貯蓄銀行(caisses d'épargne)とラ・ポストがそれぞれ個人金融資産の十%を占め、これら二つの貯蓄ネットワークが拮抗している。しかし、資金運用はCDCにより一括管理されている。

提供される預金はリーブルA(Livret A: リーブルは貯金のことである)と呼ばれる非課税商品である。以前は、二つの貯蓄金融機関でリーブルAの金利は違っていたが、一九六六年からこれらの金利は同じ水準で推移している。その他に、リーブルB(ラ・ポストが提供)、リーブル・ブルー(Credit Mutual(相互信用組合)が発行)といった貯蓄金融商品が提供されているが、いずれも預入額の上限がある他、リーブルAは一人一口座、リーブルAとリーブル・ブルーの両方をもつことはできない、などの規制がある。

これらの貯蓄商品に支払われる金利は三ヶ月物のユーリボー(Euribor)マイナス〇・五%の水準で決められるが、見直しが遅れればしばしば乖離することがある。例えば、九八年末から金利が低下し、ユーリボー・マイナス〇・五%は二%前半の水準にまで落ちたにもかかわらず、リーブルAの金利は三%が維持され続けた。

これらの貯蓄商品で集められた資金はCDCが一括して運用している。融資と投資はほぼ半々の割合である(九八年十二月で、七一四二億フランと六〇九一億フラン)。融資では、大部分が住宅融資であり、投資では短期金融商品、六十%、債券、二五%、株式、十五%となっている。債券売買では取引高全体の十五%のシェアを占めている。

ただし、経済規模が違うとはいえ、フランスのラ・ポストは資金量では日本の郵貯の五十分の一であり、貯蓄銀行の連合体であるCNCEがそれ

に拮抗する存在である。

三、投資信託の販売

ベルギーを除いた各郵貯の投信品揃えは豊富である。例えば、スイスのポストファイナンスは五段階のアセット・アロケーションに基づき、ローリスクからハイリスクまでの投信を提供している(第一表参照)。その残高はミドルリスクのポストソレイユ三(ソレイユはフランス語で「太陽」という意味である)が最大であるが、ポストソレイユの四と五は九九年五月に販売され始めたのを考えれば(それ以外は九七年九月から販売)、ハイリスクの商品の人気の高いことが分かる。今回訪れたライファッセン・バンク(スイスの地域金融機関。日本の信用組合に相当)でもハイリスクの株式投信の人気の高いことを指摘していた。

余談になるが、十五年ほど前にスイスでヒアリングをした際には、スイス国民は資産運用については非常に保守的であったので、このようなハイリスク志向は意外であった。ライファッセン・バンクの投信販売担当者にこのことを質問したところ、近年、国民の資産運用に対する意識が大きく変わっているとのことであった。一つはEUの成立のような変化が起きていること(スイス自体はEUには参加していないが)、またヨーロッパでもITを中心としたベンチャー・ブームが起きていることが背景にあるのだろう。ドイツでもノイアマルクトのような新興市場が順調に成長し、国民の資産運用に対する意識が変わったと伝えられている。

オランダのポストバンクは十五本の投信を販売しているが、近年、通信やインターネットをテーマにしたセクター・ファンドを品揃えに加えてい

第一表 ポストファイナンス(スイス)が提供する投信のアセット・アロケーションおよび残高

	アセット・アロケーション		残高 (百万 CHF)
	MM/債券	株 式	
ポストソレイユ 1	100%	—	100
2	87	13	202
3	74	26	480
4	56	44	96
5	33	67	171
合 計			1,049

(注) 1999年12月30日現在。

(出所) Postfinance 資料より。

る(第二表参照)。

このように、郵貯や地域金融機関の窓口でハイリスクの投信が販売されているのをみると、どうしても相場が下落した時のトラブルが心配になる。今回の調査の主要な目的の一つも、郵貯や銀行がリスク商品の販売にあたってどのような体制を整備しているかを明らかにすることであった。

周知のように、アメリカや日本では、監督局や自主規制機関が、銀行が投信を販売する際には、預金とは別の窓口で販売する、預金保険制度の対象ではない、元本は保証されてはいない、ことを顧客に説明するように指導している。また、リスク商品の販売の勧誘にあたっては、顧客がそのリスクを理解できることを確認した上でなければならぬという適合性の原則が課せられている。

しかし、ユニバーサル・バンキング・システムを採るヨーロッパでは、それに類したルールはな

第二表 ポストバンク（オランダ）の投信の種類とパフォーマンス

POSTBANK Communication Technology fund	1999年に設定								
POSTBANK Global Equity fund	39.40%	22.00%	36.10%	27.90%	14.20%	-5.90%	24.9%		
POSTBANK North America fund	1999年に設定								
POSTBANK Global Brand fund	47.70%	1998年に設定							
POSTBANK Euro Equity fund	38.50%	1998年に設定							
POSTBANK Pharmaceutical fund	1999年に設定								
POSTBANK Internet fund	1999年に設定								
POSTBANK Information Technology fund	187.80%	44.40%	1997年に設定						
POSTBANK Dutch Equity fund	26.90%	24.10%	41.50%	1996年に設定					
POSTBANK Global fixed income fund	-1.00%	6.10%	2.50%	4.20%	7.90%	-6.90%	11.70%		
POSTBANK Euro fixed income fund	-3.90%	9.60%	1997年に設定						
POSTBANK Investment Fund	11.70%	12.20%	15.90%	16.00%	13.90%	-9.50%	20.00%		
POSTBANK Real Estate fund	13.70%	1998年に設定							
POSTBANK Euro Short Continuous Click Fund	1999年に設定								
POSTBANK Nikkei Continuous Click Fund	1999年に設定								

(出所) Postbank 資料。

いようである。正直な所、適合性の原則を説明するのには苦労するほどであった。それでは、アメリカや日本におけるように、リスク商品の販売をめぐってトラブルは起きないのであろうか。

少なくとも、今回訪問した郵貯や資産運用会社は、公式には総じてそうした事態を否定した。唯一の例外は、スイスのライフアッセン・バンクであり、相場がおかしくなると、元本割れの可能性があるのを知らなかったとか、十分なリスクの説明を受けていなかった、といった苦情が増えるという。我々日本人の感覚からいうと、こちらの方が現実的であるのだが、あまり深刻な問題にはなっていないようである。ライフアッセン・バンクは、それに対する対策として顧客や販売員への継続的な教育を心掛けていると述べていた。

フランスのラ・ポストの場合、六、〇〇〇人のフィナンシャル・アドバイザーが顧客の資産運用

の相談にのっているが、特に郡部ではそれが評価されているようである。もちろん、電話やインターネットといったチャネルも活用されているが、一七、〇〇〇に達する店舗を活用した対面取引が中心である。こうした日常的な接触を通じて築き上げられる信頼関係がリスク商品の最良のトラブル防止策なのかもしれない。

最近では、日本でも金融機関や企画会社などが投資家教育、コンサルテーションやアドバイスに力を入れている。こうした地道な努力の積み重ねが必要だろう。

四、ヨーロッパの資産管理業務

郵貯の資産運用は基本的に外部委託である。郵貯のマーケティング・チームと外部委託を受けた資産運用会社は、顧客のリスク／リターン・プロ

フィールに合ったテーラーメイド商品を創るために、緊密に協力する。ここからは資産運用会社の投資哲学やファンド商品作成のプロセスであり、特に委託先がどこかということは関係ない。以下では、某大手資産運用会社のエクイティ投資を例に採って、投資プロセスを紹介する。

投資プロセスは四段階に分かれ、以下のようなことが検討、分析される。

第一段階 投資可能な投資ユニバースの決定とスクリーニング。ここではマーケット・インパクトを伴わずに投資および売却 (entry or exit) ができる規模と流動性が検討され、不適当な銘柄は排除される。

分析対象となる銘柄数は、ヨーロッパ株式二二〇〇銘柄、および投資可能な大型株六〇〇銘柄である。

第二段階

企業分析。投資プロセスのコア部分であり、収益やキャッシュフローの成長性からみて市場で過少に評価されている割安株を見いだすことが目的である。このために、会社訪問、内部調査に加え、外部の調査および計量分析の支援をえて、銘柄の格付けが行われる。

第三段階

モデル・ポートフォリオの構築。この段階では各部門のスペシャリストが既存のモデル・ポートフォリオをベースに、第二段階での企業分析を考慮して準ユニバースの中で採りうるリスクを決定する。この作業は毎週行われる。

この段階で銘柄数は一〇〇一―一四〇〇に絞られる。

第四段階 顧客のポートフォリオの構築。

グローバル・エクイティ・ポートフォリオの場合には、第一段階の前に、地域的なアロケーションを決定する作業が入る。

債券ポートフォリオの構築では、第一段階では国際収支の動向、景気循環、財政状態などのマクロ・レベルの分析、民間債についてのクレジット (ミクロ) 分析が行われる。第二段階は金利、為替の予想、それらのリスクに加えて信用リスクの分析が行われる。もちろん細部にわたっては若干の違いがあるが、以下株式の場合と同じような手順でポートフォリオの構築が行われる。

今回訪問した他の大手資産運用会社もほぼ類似のポートフォリオ構築プロセスを踏んでいる。

また、コンプライアンスについては、各社が利益相反や重要情報の取り扱いなどについての行為基準を定めている他、資産運用部門とその他の部

門との間のチャイニーズ・ウォールを設けている。その他、インサイダー取引規制も設けられており、従業員の証券取引はすべてコンプライアンス・オフィスの承認が必要である。

先にふれた郵貯や銀行による投信販売にまつわるトラブルが話題になった時に、アセット・マネジメント業務の責任者から受けた説明が強く印象に残った。つまり、アセット・マネジメント業務は顧客からの信認 (trust、英米法のフィデシヤリーに該当するのだろう) なしには成り立たない業務であり、それなしには規制当局がどのような立派な規制や規則を定めても無意味であり、自覚や内部規律が決定的に重要である。

この発言にはヨーロッパにおけるアセット・マネジメント業務の伝統を感じさせられた。

(さが たかお・当研究所主任研究員)