

# リテール証券での販売商品の變化 ～5年間で何か変わったか



平成30年7月2日  
株式会社資本市場研究所きずな

## リテール金融商品販売を取り巻く環境

リテール証券においてこの5年間で個人投資家に対して販売している金融商品が、どの様になってきているかを見ていきたい。

まず個人の金融資産がどう変化したかについては、日銀の資金循環統計より2012年末と2017年末の数値を下図に示したが、5年間で個人の金融資産全体は1,547兆円から1,880兆円へと21.5%増加している。半数以上を占める現預金は、854兆円から961兆円へ12.5%増加となっているが、債務証券(国債や社債など)は25%も減少している。これは、2003年年から始まった個人向け国債が2004~2007年にかけて年間6~7兆円の大量募集を行っており、その大量償還がこの5年で起きたためで、一方この期間の新規発行は年間ベースで2~4兆円なので差し引き2~3兆円が個人向け国債から資金流出していたのが主因だ。

投資信託に関しては61兆円から109兆円へ78.7%増加している。これは世界的な株式市場の上昇もあるが、投資

信託への資金流入が続いている影響が大きい。投信協会によると株式投信(公募)への資金流入は、2013年4.6兆円、2014年6.3兆円、2015年13.0兆円、2016年5.0兆円、2017年8.1兆円と高水準を維持している。

株式等に関しては、株式市場上昇の影響により106兆円から211兆円と約2倍になっている。この間の上場株式の時価総額(東証:統計資料)を見ると、2012年末300兆円から2017年末700兆円と2.3倍以上に拡大している。但し、個人投資家の売買動向(東証:投資部門別売買動向)を見ると、2013年8.7兆円、2014年3.6兆円、2015年4.9兆円、2016年3.1兆円、2017年5.7兆円と5年間の累計で26.3兆円も売り越している。問題は、これらの個人が株式を売却した資金がどのような投資分野に流れたかだが、株式投資の待機資金といわれるMRFについては、2013年4.7兆円、2016年に1.5兆円の資金流入が見られたものの、それ以外が目立った資産増加は見られていない。これらの売却資金は、PO(公募増資や売り出し、民営化案件を含む)やIPO(新規株式公開)・REITの公募などリテール証券会社が行う募集活動に応じた部分も相当あると見られる。また、

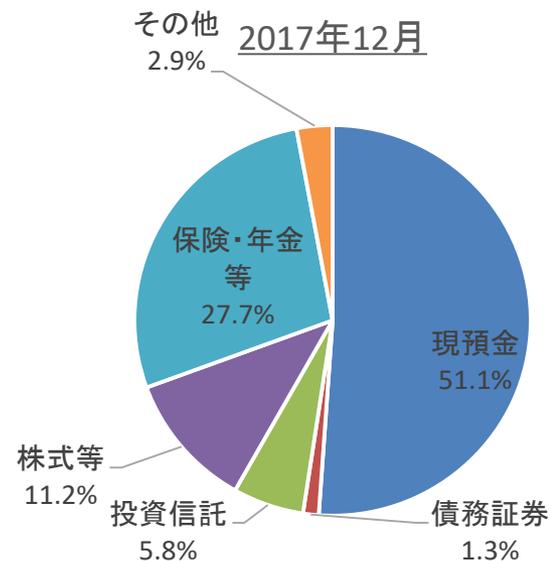
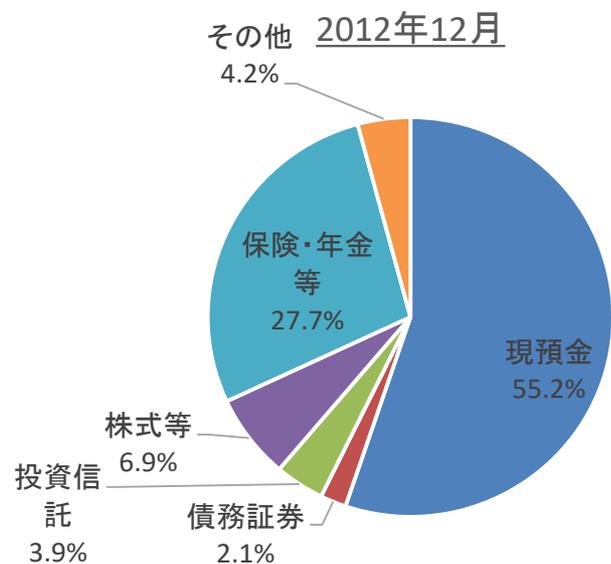
昨年度は、日本株を売却して外国株を購入する様な動きもあったようだ。

個人の海外投資については、外国株への投資が漸次増えており、財務省の国際統計による株式等の買越額(金融商品取引業者経由部分)は、2013年3,057億円、2014年8,453億円、2015年6,428億円、2016年7,740億円、2017年14,099億円となっており、5年間では約4兆円の買い越しとなっている。また、外国債券投資についても買越額が、2013年6.0兆円、2014年7.7兆円、2015年5.8兆円、2016年6.3兆円、2017年9.4兆円で5年間の累計は35.4兆円にも達している。なお、外国株については新たに取扱いを始めた情報提供を強化する中堅証券が増えてきており、また外国債券では地方証券や金融機関での取扱いが増えており、個人が直接海外証券投資を行う環境が整ってきた。

FX取引については、外国為替市場において最近はドル・円の値動きが小さくなっているため売買高も減少傾向であり、2017年度は年間の取引高が4,179兆円とピークの2015年度の5,524兆円から24%減少している。金融先物取引業

協会の統計資料によると、今年3月末の円売りポジションは28,735億円となっており、1～3月の円高によって個人の逆張りポジションが拡大したが、取引が活発だった2015年度に比べるとポジションを比較的長く持つようになっているようだ。

# 家計の金融資産変化



(兆円)

	2012年12月	2017年12月
現金預金	854	961
債務証券	32	24
投資信託	61	109
株式等	106	211
保険・年金等	429	520
その他	65	55
合計	1547	1880

※日銀：資金循環統計より

## 販売状況の変化

実際の金融商品の販売状況の変化について、実例をもって見ていきたい。

下右表は、野村証券のリテール部門(国内営業)の純営業収益と主要金融商品販売額を、前決算期とその5年前で比較したものだ。営業体の稼ぐ力の指標である純営業収益は5年間で3.8%と僅かではあるが増加しているものの、主要な募集商品である株式投信は4割強、外国投信は5割強も減少してる。対面営業のリテール証券にとって、投資信託が金融商品販売の中心であり現在もそれは変わらないが、収益面でも投資信託販売に偏って頼ることから脱却して、運用成果を上げたり新規投資資金を導入すること顧客資産を増加させることを目指す“資産管理型営業”への切り替えが進んでおり、同社の投信販売が大きく減少しているのは、リテール営業部門における営業目標の変化の証左とも見られる。例えば、運用の成功報酬が期待できるラップ口座の販売にも同社が注力していることを、本誌先月号のリテール証券決算分析においてもお伝えしたが、同社の前期末のラップ口座残高2.7兆円あり、この顧客資産の期待収益を想定してみると、運用での資産

増加10%、その成功報酬を20%と仮定した場合、2.7兆円×10%×20%=540億円の成功報酬が期待できるが、これを投信販売の手数料(2.5%)に置き換えてみると2兆1,600億円の投資信託を販売したと同じ収益効果となる。

野村証券などの大手・メガバンク系証券会社においては、POやIPOにおける株式等やJ-REITの出資口の募集案件(公募増資や売り出し)が多いが、下左図は過去5期分の国内募集分の数値をまとめたもので、株式等の募集・売出しは2兆円前後、J-REITは7000億円前後がリテール証券を通じて国内で毎年募集・売出しされている。過去5年間において、大型の民営化案件としては、日本郵政・ゆうちょ銀行・かんぽ生命のIPO時売出し(2015年11月 合計約1.4兆円)、JR九州のIPO時売出し(2016年10月約4000億円)日本郵政の売出し(2017年10月 約1兆円)があるが、これは海外販売分はあるものの、国内販売についてはリテール証券会社の全員参加型の販売活動を行っている。また、J-REITの5年間の国内募集金額は合計3兆6,990億円だが、この5年間で個人投資家は1兆6,957億円売り越しており、個人投資家に限ってはJ-REITは証券会社の募集活動で

買い、市場で売却するといった投資行動の比率が高いようだ。

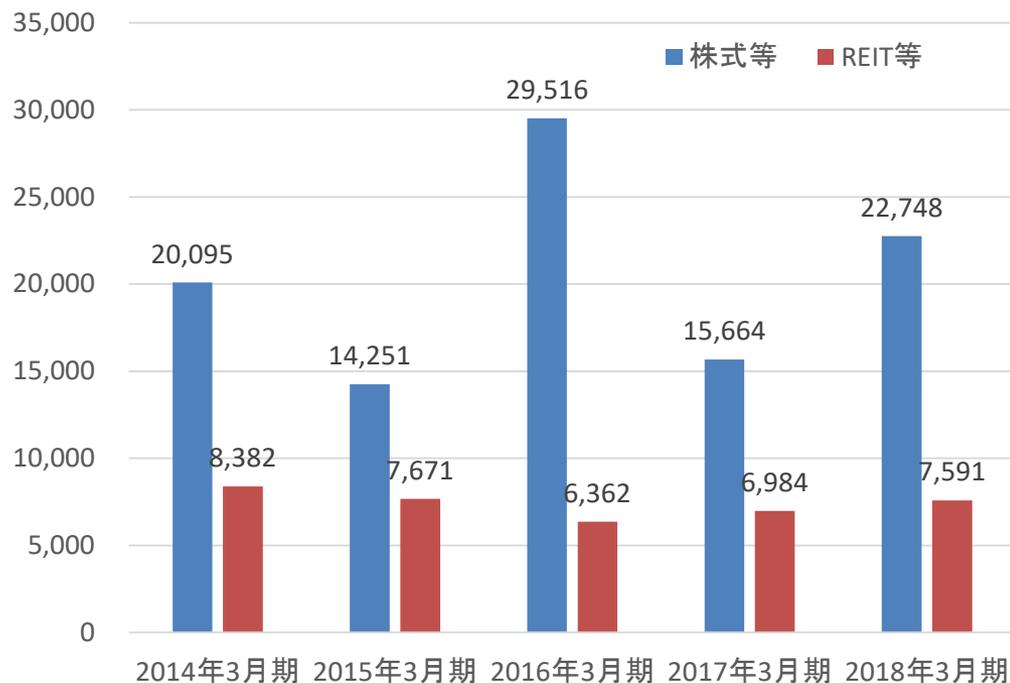
投資信託がリテール証券の金融商品販売の中核にあることに変化はないが、その商品内容は過去5年間で大きく変化している。例えば、世界的な低金利の状況が続いたことにより株式投信の商品分類別では「海外債券型」において2013年～2017年間に7.2兆円の資金が流出している。また、毎月分配型の販売減少や運用資産縮小の影響を受けて、2017年は「海外不動産投信型」が1.4兆円、「国内不動産投信型」では0.5兆円の資金流出が起きている。一方、資金流入が目立っているのは「国内株式型」で2017年だけで10.4兆円、過去5年間の累積で30.7兆円の資金が流入している。また、個人投資家の興味も拡大している米国株式市場の堅調の影響もあって「海外株式型」は2017年に2兆円の資金流入となっている。大手証券だけではなく中堅・ネット証券にもラップ口座が広がっているが、定期的な利益の配当より、投資効果を一層重視する傾向がリテール証券の営業現場においても強まっているようだ。

投資信託販売の全体の推移は、株式投信設定額でみる

と2013年40兆円、2014年38.4兆円、2015年44.1兆円、2016年31.7兆円、2017年41.6兆円と英国のユーロ離脱問題や原油価格の下落などで円高が進行し株式市場が調整局面となっていた2016年以外は年間40兆円前後の高水準設定額となっている。今までの投資信託販売の中心であった対面営業を主体とする主要なリテール証券においては、投資信託の販売金額は減っているものの、ネット証券や運用会社などがインターネットを使って販売したり、地域金融機関での取扱いが増えたり、金融商品仲介業者などが注力したり、販売のチャネルが増加していることが投資信託販売の増加を支えている。

## 国内募集・売出し(過去5年間)

(単位:億円)



※日本証券業協会:統計資料より

## 野村証券リテールの商品販売の変化

(単位:億円)

	2013年3月期	2018年3月期
国内営業部門の純営業収益	3,979	4,129
金融商品の販売		
公社債投信	27,192	0
株式投信	54,570	31,986
外国投信	8,514	4,119
年金保険契約(年間増加)	1,087	1,530
個人向け国債	1,891	6,281
外債販売	14,858	12,499

※決算説明資料より



## 金融商品販売に影響を与えた政策等

過去5年間に金融商品の販売に影響を与えた行政等の動向を見直してみたいが、基本的には政策スローガンと なって久しい“貯蓄から投資へ”の一層の推進だった。この政策は、2002年の経済諮問委員会で決定された“骨太の方針”の金融面での課題としての「預貯金中心の貯蓄優遇から株式・投信などへの投資優遇への金融のあり方の転換をふまえた直接金融へのシフトに向けて、個人投資家の証券市場への信頼向上のためのインフラ整備など、証券市場の構造改革を一層推進していく」がスタートとされている。

過去5年間においては、これに加えて「投資による個人の金融資産形成」といった色彩が強まっていったが、その為により多くの個人が投資に参加できること、資産形成の為の継続投資を促進することなどを前提にした制度が整備されていった。

国民が誰でも投資できる環境を整備する為に、過去においては銀行による窓販解禁や金融商品仲介業など投資

信託の販売チャネルの拡大に注力していたが、この5年間は投資信託に関する情報提供の分かり易さ・個々人が求める必要な投資ニーズに応える金融商品取引業者側の態勢整備・個人が投資を行う為に支払う実質的なコストやリスクの明確化・資産形成を目的とした非課税投資制度の制度整備などの分野で次の様な取組みが強化されていった。

◆非課税投資及び非課税継続投資制度の整備＝少額非課税投資制度としてNISAが2014年1月から始まったが、年間100万円、連続して5年間の制度利用となっていた。2016年1月からは年間120万円まで非課税枠が引上げられており、2018年1月よりつみたてNISAが年間40万円20年間で始まっている。また、誰でも参加できる確定拠出年金制度としてiDeCoが2017年1月より始まっている。

◆投資信託販売制度改革＝高齢者勧誘への配慮について証券会社の自主規制として、「高齢顧客への勧誘による販売に係るガイドライン」(日本証券業協会)が制定されている。また、投資信託に関する情報を分かり易くする取組みとして、手数料や運用成果の明確化(運用会社による

運用報告書)、個々の投資家の実質的な損益状況(販売会社によるトータルリターン報告制度)などが強化された。

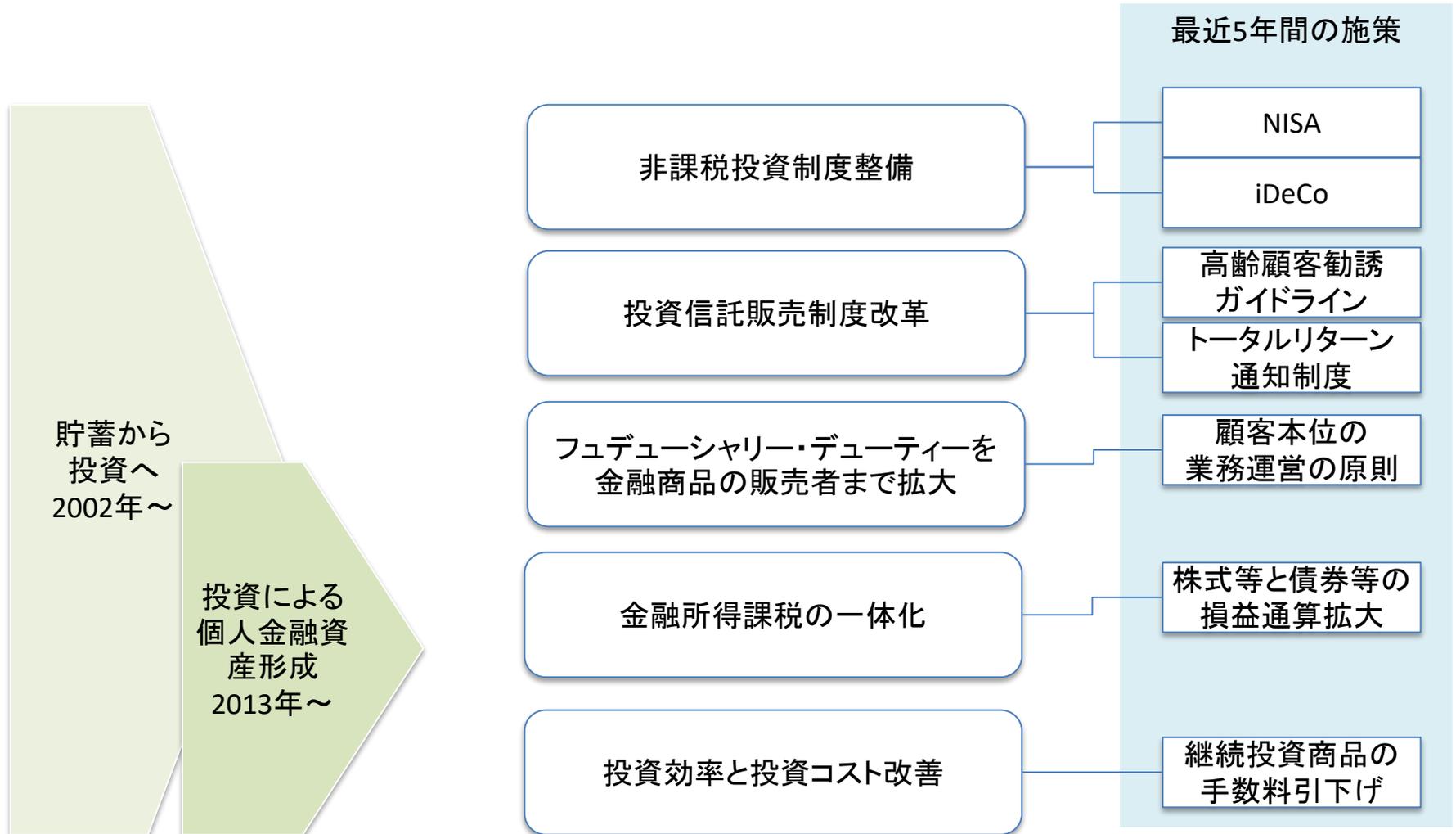
◆金融商品の販売者としてのフィデューシャリー・デューティー＝2014年の金融モニタリング基本方針において、「商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関がその役割・責任(フィデューシャリー・デューティー)を実際に果たすことが求められる。」と示され、個人に金融商品を販売する業者も2017年3月より“顧客本位の業務運営の原則”を表明し、その為の具体的取組みもKPIとして公表することが求められている。商品販売に関するものでは、投資信託の運用損益別顧客比率 や投資信託における長期・積立・分散投資の状況 の公表に取り組んでいる証券会社等もある。

◆金融所得課税の一体化の進展＝2016年1月より、それまでの上場株式の譲渡益と配当に加えて、公社債等の譲渡益と利子も含めて損益通算が可能となり、金融所得課税の一体化が一步進んだ。今後、個人の投資活動拡大に伴って、預貯金の利子、デリバティブの損益などが損益通算に含まれることが金融・証券業界から望まれている。

なっていて海外投資家はいない。AA型種類株式発行直前の2015年3月期の普通株主数が469千人であったことを見直すと、普通株式で22%、種類株式と合算すると42%も株主数が増加している。

◆投資効率を上げて投資コストを引き下げる取組み＝実質的な行政からの示唆として、投資による資産形成を目指す個人層に対して、投資効率を上げる取組みが求められた結果、毎月分配型の投資信託が減少しており、また販売手数料や信託報酬を引き上げることが継続投資向けファンドを中心に求められている。

# 個人の投資に関する政策遂行



## 個人への金融商品販売に影響を与える事項

これから個人への金融商品販売に影響を与える事項について考えてみたい。

### 【個人向け金融商品動向】

プロに運用を任せる投資信託が個人の投資活動の中心となることには変わらない。しかし、個々人の投資目的に合わせた運用成績が重視されており、長期間のパフォーマンスや運用方針が評価されて資金流入が続くファンドが増えるだろう。一方、つみたてNISAや確定拠出年金制度用の低コストファンドもその存在感を強めていきそうだ。超低金利状況が続いているが、確定利回りへの個人の投資ニーズは、金融機関等の劣後債や個人向け国債だけでは供給不足感があるが、上場企業の社債や現金償還の優先株、私募リートや私募債・私募ファンドなどが個人向けに発行を増やしていく可能性がある。個人向けのデリバティブ商品では、指数先物やオプションに対して同様の投資効果を持つ内外のETFが一部個人のニーズを取り込んでいる。FX取引においては、外国株・外債投資と連動して新しい投資サービスが始まってもいいが、新興国通貨への

投資も期待できる。また、昨年1年間で300万口座ちかくに達したとされる仮想通貨取引も、今後金融商品として一部でも定義されるかどうか注目される。

### 【投資手法について】

個人投資家は大概に分類すると、個人トレーダー層・資産運用層・資産形成層に分類されるが、その投資手法としては、ごく短期間の運用を行うデイトレード、投資テーマを重視する投資手法、数年から数カ月の目標運用収益を目指す手法、一定の金額を長期的に継続して投資していく手法などがあるが、金融商品の販売者としては、今後増加が予想される資産形成層への対応強化が求められている。

### 【販売方法について】

金融商品販売は大きく分けると対面営業とインターネット取引があるが、対面営業は既存の投資家層である資産運用層への販売に注力している。これは、個人投資家がある程度の金額を投資する場合、販売者による商品の説明を重視するとともに資産フォートフォリオの中での評価などに対する助言などを求めることが多いためだ。これに対してインターネット利用が中心となる個人トレーダー層と

資産形成層においては、その利用方法が大きく異なる。個人トレーダー層がネット取引で重視するのは、必要とする情報取得や取引実行スピードだが、資産形成層においては、投資情報取得や投資プロセスの簡略化などが望まれることが多いので、パソコンよりはスマートフォン対応が今後中心になる可能性もある。

#### 【AI(人工知能)の主な利用】

AIの利用は個人の金融商品販売の場面においても進むだろう。個人トレーダー層にとっては、様々な投資関連情報を分析してくれることが重要だが、資産運用層にとっては投資対象の選択がAI利用では多い。また、資産運用層では投資対象の選択に留まらず売買実行などをAIに委ねることに抵抗感はなさそうで、既に投資行動の一部をAIが代替してるケースも増加している。

#### 【注目する投資テーマ】

個人トレーダー層にとっての投資テーマは、その時に市場で流行しているものだろうが、資産運用層では、昨年アマゾンやアップル・Facebookなど米国先進企業への投資に

向かったように世の中を変化させる先進技術や企業が投資テーマの中心になっている。例えば、AIや自動運転、IoTや電気自動車、5Gやブロックチェーンなどが上げられが、その他高齢化などの社会変化に必要なものとして、バイオやヘルスケア関連なども上げられる。一方、資産形成層では自分の生き方に沿った投資テーマが選択されるケースも目立ってきており、クラウドファンディングなどでは地域や企業を自分なりに応援する案件が多い。

以上の様なことが複合的に絡み合っ、金融商品販売の新しいトレンドが出来ていくのだろうが、その為には販売者は自らの強みに特化して、販売プロセスにおいては他社との協働や分業を進めていく必要があるのではないかと考える。

# 投資家層別金融商品販売への影響事項

個人投資家層	投資手法	販売手法	投資家が重視すること	AI利用	主な投資テーマ	金融商品(主な利用)
個人トレーダー層	・デイトレード	・インターネット取引(トレーディング中心) (パソコンの利用、スマートフォンの補助的利用)	・カスタマイズされた情報取得機能 ・トレーディング機能 ・情報取得、取引実行のスピード重視	・情報分析	・その時の流行	株式 デリバティブ FX取引 仮想通貨? ETF
資産運用層	・テーマ別投資 ・一定期間の運用収益重視	・対面営業 ・インターネット取引(スマートフォン取引を含む)	・投資効率とリスクの把握	・投資対象の選択	・世の中を変化させる先進技術 ・社会の変化に必要なもの ・安定的な運用 ・投資を利用したキャッシュ・マネージメント	投資信託 ラップ口座 株式 債券・優先株・ 私募債・私募 ファンド
資産形成層	・少額継続投資	・インターネット取引(スマートフォン取引が中心になる可能性あり)	・投資情報の分かり易さ ・投資行動の簡略化	・投資行動の一部代替	・自分の生き方に沿ったテーマ	低コスト投資信託 内外ETF