

「より良い資金の流れの実現に向けて」

Bloomberg グローバルセミナー第8弾 「The future of Japan's Economy. 日本経済、次のステージへ」における 森金融庁長官基調講演

2016年10月5日

この度は、このような素晴らしいセミナーでスピーチを行う機会をいただき、感謝しております。本日は、「より良い資金の流れの実現に向けて」というテーマで、我が国に蓄積された資産のより有効な活用に向けての方策について、話をさせていただきます。

皆様ご存知のように、日本は、過去35年間にわたり経常収支黒字を続けてきた資産大国であり、1,700兆円を超える家計金融資産や200兆円の年金資産などが蓄積されています。

我が国において人口の減少や高齢化が進む中、これまで蓄積された国民の富を安定的に増大させていくことが、重要な課題となっています。

他方で、これまで、これらの資産は有効に運用・活用されているとは言いにくい状況にありました。家計の金融資産は、現金や預金といった安全資産を中心に運用されており、そこから得られるリターンは低いままです。銀行、証券会社など金融商品の販売会社は、顧客である個人の投資家に「投資の成功体験」をもたらすような、顧客本位の商品・サービスの提供を行ってきませんでした。さらに、機関投資家についても、運用資産は多額でも、高度な資産運用がなされてきませんでした。

この結果、我が国の資金の流れは間接金融が中心となっており、成長資金を真に必要なとする主体に対しリスクマネーが十分に供給されないなど、直接金融市場はいまだ発展途上にあります。

しかしながら、家計・販売会社・機関投資家のそれぞれが抱える課題を克服していくことにより、国民の資産を、日本経済や世界経済の発展のために役立てると同時に、国民の安定的な資産形成の実現にもつなげていくことは可能と信じており、金融庁としては、これからお話しする様々な取組みを、包括的に推進していく考えです。

(家計/販売会社)

まず、家計や販売会社に対する取組みについてお話しします。

高齢化が進む中で老後の資金をいかに確保するか、また、勤労層の資産形成をいかに進めていくかは、我が国にとって重要な課題です。他方で、我が国の家計金融資産の52%は依然として現預金であり、米国、英国と比べて、株式や投資信託の割合は低いままです。こうした違いが運用リターンにも大きく影響してきました。過去20年間で、家計金融資産は、米国で3.1倍、英国で2.3倍に増えたのに対し、我が国の家計金融資産は1.5倍になっただけです。

そのため、米国においては、家計の勤労所得と財産所得の比は3対1であるのに対し、日本では8対1となっているなど、我が国では、金融資産などからあがる所得が、米国のように勤労所得を補いつつ家計の総所得に貢献する姿にはなっていません。米国においても、1980年頃までは、家計資産に占める株式や投資信託の割合は現在の我が国と同程度の水準にありましたが、401kやIRAといった税制優遇などの政策対応により、今日のようなポートフォリオが実現しました。我が国でも、家計金融資産の安定的な増大が可能となるような資産運用を実現すべく、必要な政策を行っていくつもりです。具体的には、以下の3つの取組みを進めてまいります。

第一に、少額からの長期・積立・分散投資を促進するための取組みです。

安定的な資産形成を行うためには、長期の積立・分散投資が有効です。日本でデフレが継続した1995年～2015年の20年間においても、毎年同額を国内・先進国・新興国の株式・債券に6分の1ずつ積立投資した場合、年平均4%と、この間の世界経済の成長と同様のリターンをあげることが可能であったという試算が出ています。すなわち、投資対象のグローバルな分散により、世界経済の成長の果実を享受でき、また、投資時期の分散により、高値掴み等のリスクを軽減でき、さらに、長期で保有することにより、投資リターンの安定化が可能となるわけです。

家計の安定的な資産形成の促進を目的に2014年1月から開始したNISAは、本年6月末時点で、口座数約1,000万、買付金額は累積で約8.4兆円と着実に普及しています。しかしながら、NISA口座における積立投資の割合は1割弱に留まっているほか、口座を作っても実際に投資が行われていない非稼働口座が、昨年末時点で全体の約半数あるなど、まだ改善の余地があります。

こうしたことも踏まえ、少額からの長期の積立・分散投資を政策的に後押しするため、「積立NISA」の実現を平成29年度の税制改正要望に織り込みました。

また、確定拠出年金についても改革が進められており、来年1月からは、加入対象者が主婦や公務員等に拡大されます。加えて、元本確保型ではない商品の利用拡大につながるような、いわゆる「デフォルト商品」の導入も予定されています。国

民の安定的な資産形成を実現するため、税制面等で政策的な後押しをしていきます。

第二は、投資初心者を中心に実践的な投資教育の推進です。

貯蓄から資産形成に向けての流れが進んでいない原因のひとつとして、家計に実践的な投資リテラシーを得る機会が乏しいことが挙げられます。成人を対象にしたアンケート調査によりますと、調査対象者の約7割が一度も投資教育を受けたことがなく、そのうち約3分の2が、「金融や投資の知識を身に付けたいと思わない」と考えています。加えて、長期・積立・分散投資の合理性などが広く知られていないなど、実践的な投資リテラシーに乏しい面があるとの結果が出ています。

このため、家計の投資リテラシーの底上げを図るべく、特に投資初心者を中心に、実践的な投資教育を、様々な方法・チャネルを使って行っていきます。また、資産形成の有力なツールである投資信託等について、個々の商品を比較・検討し、良質な商品を選択することが容易になるよう、商品比較情報などをわかりやすく提供する仕組みを検討していきます。

第三に、販売会社における顧客本位の業務運営の確立です。

家計による証券投資が増加しない要因として、「投資の成功体験」が広く共有されていないことも大きいのではないのでしょうか。その背後には、金融商品を提供する販売会社が、手数料収入増大といった目先の利益を重視するあまり、顧客本位の業務運営を構築できていないことが影響していると考えられます。

銀行による投資信託の窓口販売について見ますと、2009年～2014年の5年間で投信販売額は2.2倍に拡大している一方で、投信残高は、2009年の23兆円から2014年の24兆円へと、1兆円しか増えていません。このことから、投資信託が短期的なリターンを狙う回転売買の商品として使われ、長期的な資産形成に資する商品として十分活用されていないことが窺われます。

一方、この同じ時期に銀行の預金は、全体で589兆円から698兆円と、100兆円以上も増えています。かつて銀行は、預金をとって貸出や国債購入をすることで利益を上げることができましたが、低金利環境の継続や、レバレッジ規制等の国際的な金融規制の強化が行われる中、バランスシートを単に拡大し収益をあげるビジネスモデルは成り立ちにくくなっています。こうした中、預金の獲得でバランスシートを拡大するより、手数料は低くても、顧客の利益に適う良質な商品を販売する方が、銀行自身の経営の安定性の向上にもつながると考えられます。

ゆうちょ銀行など、一部金融機関においては既に、このような方向に経営方針を転換しているように見受けられ、こうした動きが広がっていくことを期待しています。

投資信託の商品性についても、多くの課題が存在します。日米で販売されている投資信託について、残高の大きい上位5銘柄を比較してみると、1本当たりの規模は、米国では平均約 22.6 兆円であるのに対し、日本は約 1.1 兆円と、日本の投信はスケールメリットが全く働いていないことがわかります。販売手数料の平均は、日本が 3.2%、米国がその5分の1の0.6%。信託報酬の平均は、日本が1.5%、米国がその5分の1の0.3%となっています。投資信託の運用収益が高ければ、こうした高い手数料も正当化されますが、日本の売れ筋投信は、過去2~3年のパフォーマンスは良いものの、過去10年の収益率では、米国の残高上位5銘柄が平均プラス 5.2%に対して、日本の残高上位5銘柄は平均マイナス 0.1%という結果になっています。

また、時系列で日米の投資信託の比較分析を行ってみますと、我が国では、売れ筋商品が、頻繁に変化していることがわかります。その背景として、米国では、シンプルでオーソドックスな投資信託がロングセラーとして残高を積み上げている一方、我が国では、その時点で人気のテーマ型のアクティブ運用商品が、販売の主力となっていることが影響していると考えられます。

ちなみに、過去の我が国における日本株投信の販売額の推移を見ますと、株価との相関性が高いことがわかります。株価が上昇しピークをつけた頃に、最も株式投信がよく売れる傾向にあるようです。こうした高値掴みの傾向と高い手数料が相俟って、家計では投資の成功体験が得られていないのです。売買のタイミングを見極めるのは、プロの投資家であっても難しいことです。販売会社も「顧客の資産形成」のサポートを本気で目指す気持ちがあるなら、こうした事実を十分踏まえた経営を考えるべきではないでしょうか。

私は、銀行や証券会社が安定的な資産形成に資する良質な商品・サービスを提供することが投資による成功体験を顧客にもたらし、それによる顧客との信頼関係の構築が、販売会社自身の経営の安定性の向上にもつながるものと信じています。

最近、金融機関の経営者の方々から「投資信託の売れ行きも悪く、経営環境が厳しい」という話をよく聞きます。手数料収入増大のノルマで営業を縛り、高い販売手数料や、顧客に見えにくい「サヤ」を抜けるような複雑な仕組み商品に傾斜してきた経営が、自身の経営環境の悪化という形で跳ね返ってきているように見えるのは私だけでしょうか。

こうした、顧客も金融機関も幸せにならない状況に早く終止符を打つことが必要です。そのため、各金融機関が経営の原点に立ち返ることを目的に、「フィデューシャリー・デューティー」の議論を金融審議会でも今年7月から本格的に始めました。

これは、「顧客のベスト・インタレストのため業務を行う」ということです。しばしば、信託契約等に基づく受託者が負うべき義務を指すものとして用いられてきたフィデューシャリー・デューティーの概念については、期せずして、現在、欧米においても、より広く他者の信任に応えるべく、一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称として、用いる動きが広がっています。

我が国においても、フィデューシャリー・デューティーについて、インベストメント・チェーンに含まれる全ての金融機関を念頭に、具体的にどのようなプリンシプルを確立し、それをどのような枠組みで定着させるかについて、金融審議会において議論を進め、早ければ年内にも考え方を整理するつもりです。

また、金融機関が販売する商品のリスクがどこにあるのかは、顧客に分かりづらいものです。こうした「情報の非対称性」を解決するため、金融庁としては、顧客が直接・間接に支払う手数料率や手数料額、またこれらがいかなるサービスの対価なのかの明確化を進めます。加えて、商品のリスクの所在などが明確になるよう説明資料の改善のほか、金融機関による顧客本位の取組みの自主的な開示を促進します。

このように、金融機関の行動や組成・販売する商品が顧客にとってより見えやすく、わかりやすくすることで、金融機関の取組みが顧客から正当に評価され、より良い取組みを進める金融機関が顧客に選択されていくメカニズムを構築することを目指します。「見える化」により、金融機関が顧客の方を向いて、より良質なサービス・商品の提供に向けて競いあう環境を整備していきたいと考えています。

（機関投資家）

次に、アセットオーナーである機関投資家に対する取組みについてお話しします。

我が国には、GPIF、ゆうちょ銀行、かんぽ生命等の多額の資産を運用する機関投資家が多く存在しています。過去においては、これらによる投資の大半は日本国債で運用されており、リターンも低いものでした。

しかし、この3年間に、GPIFについては基本ポートフォリオの見直し、運用体制の強化などの改革が進んでいます。また、ゆうちょ銀行も、外部からの運用責任者の招聘や運用体制の抜本的な改善により、高度な分散投資を進めています。かんぽ生命においても、同様の取組みが進められています。

しかしながら、全体として見れば、こうした動きはまだ緒に就いたばかりです。こうした機関投資家の運用の高度化が進めば、これらの投資家が資金を委ねる、運用機関や管理機関に対するサービスの要求水準も自然と高まり、それに応えられるような質の高い運用を行う運用機関や管理機関が日本に集積し、結果として資産運

用を通じた我が国市場の発展につながるものと考えています。

（運用機関）

次に、運用機関に対する取組みについてお話しします。

年金基金等の資金が託される運用機関に期待される役割は大きいものがあります。年金等の長期の資金を託され運用する運用機関には、フィデューシャリー・デューティの観点から、資金の提供者の利益を一番に考え、中長期的な投資リターンを向上させていくことが求められます。年金資産を株式に投資している運用機関は、投資先企業の短期的な業績動向ばかりにとらわれず、中長期的な視点からの企業評価に基づく、実効的なスチュワードシップ活動を行うことが重要です。

一方、年金基金等のアセットオーナーは、資金を委ねる運用機関のこうした活動について適切にチェックを行うことで、企業との建設的なエンゲージメントを充実させていくことが可能となります。インデックス投資のようなパッシブ運用であっても、年金基金が目指す長期的なパフォーマンスの拡大のためには、エンゲージメントの役割は重要と考えます。例えば、GPIF においては、委託先の運用機関におけるスチュワードシップ活動の実態把握などを開始しており、こうした取組みが広がっていくことを期待しています。

また、議決権の行使などについて、一部の金融機関グループの運用機関においては、親会社等との利益相反に関して十分な対応がなされていないと懸念される事例も指摘されています。運用機関が系列の銀行や証券会社などの利益のためでなく、資産を委ねてくれる年金基金や掛金を払っている国民の利益のために行動することが実質的に担保されるようなガバナンスの構築も重要です。

こうしたスチュワードシップの話をしていきますと、日本の企業経営者の中には、米国流の株主至上主義はいかがなものかとのご批判をされる方もおられます。たまたま、最近友人から、松下幸之助さんが 1967 年に PHP の巻頭言でスチュワードシップの話を書いておられることを教えて頂きました。これは、「株主の大衆化で新たな繁栄を」というタイトルの文章ですが、関係部分を読ませていただきます。

「株主は、みずから会社の主人公であるということを正しく自覚、認識していなければならない。そして経営者に対して言うべきは言い、要望すべきは要望するという、主人公としての態度を毅然として保つことが大事ではないかと思う。たとえ少数株しかもっていない株主であっても、単に株を持って配当を受け取るというだけでなく、会社の主人公たる株主としての権威見識をもって会社の番頭である経営者を叱咤激励する、ということも大いにのぞましいと思うのである。そのようにすれば、経営者としても経営によりいっそう真剣に取り組み、業績をあげ、利益をあ

げて、それを株主に十分還元しようとする気持ちが強くなってくるのではないだろうか。」

引用はここまでですが、松下幸之助さんは、国民が株式を長期に保有しつつ、企業とのエンゲージメントもしながら、日本の産業の発展に貢献すべきと主張されておられます。株式保有の機関化が進んでいる現在において、これは、まさに、国民の資産を預かる年金基金等のアセットオーナー、そして、そうした資金の運用を委託される運用機関の責務を、今から 50 年前に的確に述べておられるのではないのでしょうか。

こうした考え方に立ち、金融庁としては、2014 年2月に策定されたスチュワードシップ・コードについて、改訂の検討を進めていきます。機関投資家が、真に最終受益者の立場に立ち、株式保有先の企業に対し中長期的な視点に立った対話に積極的に取り組むことで、コーポレートガバナンス改革が「形式」から「実質」へと深化することを期待しています。

現在、我が国の機関投資家には、個別企業の価値を評価して投資を行う中長期視点の投資家が少ないように見受けられます。株式市場におけるインデックス投資を主とするパッシブ運用や、アルゴリズムを用いた高速な取引が市場に与える影響力の増大は世界的な現象ともいえますが、市場における価格発見機能を高めるためには、個別の企業の評価を行いつつ売買する投資家や、投資先企業の価値を上げるべく企業へ建設的なエンゲージメントを行う中長期の投資家の存在が不可欠です。GPIF のような年金基金が運用機関のスチュワードシップ活動を適切に評価することで、運用機関の意識が変わり、中長期視点に立った対話が企業との間で促進されることは、日本の企業価値の向上にもつながり、また、これらは最終的には資金の出し手である国民の資産の増大に結びつくこととなります。

(結び)

最後になりますが、本日お話ししたように、インベストメント・チェーンに関わるそれぞれの主体が、直面する課題をひとつひとつ解決し、それぞれがフィデューシャリー・デューティーを全うしていくことは、経済の持続的な成長に資する、より良い資金の流れの実現に道を開くものです。また、分散投資の促進により、我が国の資産がグローバルに投資されることで、日本が世界経済の成長にも寄与しつつ、一方でその成長の果実を日本国民が享受し、国民の資産と所得の増大が可能となります。こうした好循環の実現は、国民、金融機関、市場の全てにとってプラスとなるものであり、日本にとっての重要な成長戦略であると認識しています。皆様とともに今一度、これまでやってきたことを振り返り、よりよい未来に向けて進んでいきたいと考えております。ご協力をよろしくお願い申し上げます。

以上