

## 郵便局における投資信託販売の開始

瀧 俊雄

### 要 約

1. 2005年10月より、日本郵政公社は全国575局の郵便局における投資信託の販売を開始した。同取り組みにより、郵便貯金事業は手数料収入を通じた健全な経営基盤の一角を成すことを目標としている。
2. 今回、販売が開始された投資信託は、内外の株式、債券、REITに分散投資するバランス型、日経平均株価に連動するインデックス型、TOPIXとの連動を意識しつつ、小幅な超過収益の獲得を目指すインデックス+ $\alpha$ 型、の3種類であった。
3. 開始後3ヵ月間での販売額は410億円であった。販売された投資信託の内訳としては、バランス型が67%を占め、中でも外国債券に大きなウェイトを置く分配型は37%を占めるに至っている。開始直後における販売額のペースおよび商品特性は、投資信託の銀行等窓販における傾向と似通っているともいえる。
4. 今般の販売開始の意義は、投資に対して不慣れであると考えられる層に対し、潜在的には巨大なチャネルが開かれたことにある。今後とも、取扱局の増加が見込まれる中、個人金融資産に対してどのようなインパクトをもたらしていくのが注視される。

### はじめに

2005年10月3日より、575局の郵便局において投資信託の販売が開始された。資金規模にして207兆円の郵便貯金、120兆円の簡易保険の窓口である郵便局において<sup>1</sup>、リスク性資産が販売されるのは初めてのことであり、個人の資産選択や金融業界に対する影響が大きいと見る向きもある。本稿では、販売開始に至るまでの経緯と、開始後3ヶ月が経過した状況を踏まえ、今後に向けた整理を行なうこととしたい。

### ．投資信託販売開始の背景

#### 1．郵政民営化と郵便貯金事業の課題

郵便、郵便貯金、簡易保険の郵政三事業は、2003年4月に日本郵政公社が設立された際に、それぞれが独立採算を図っていくことが中期経営ビジョンの方針として定められた。今般、投資信託の販売を開始した郵便貯金事業においては、縮小傾向にある金利収益に依存した経営基盤を強化することが、同方針の下での課題として指摘されてきた。

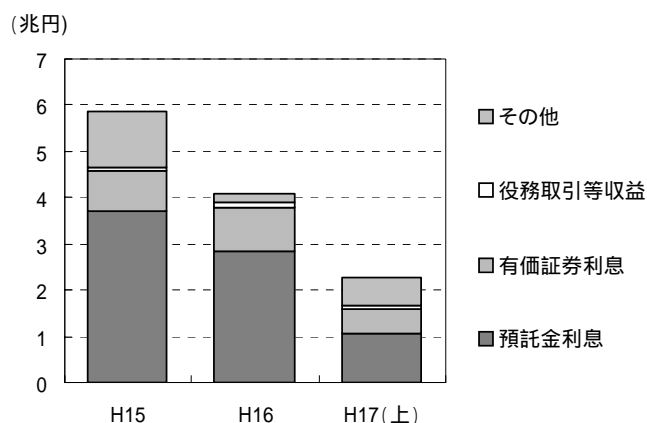
図表1は、公社化後の郵便貯金事業における経常収益の内訳を見たものである。現状に

おける経常収益の大半は、200兆円を越える資金の運用収益により構成されている。運用収益の中でも多くを占めるのは、現在よりも金利水準が高かった時期に預託され、かつ国債等に比べて有利な運用手段でもあった<sup>2</sup>財政融資資金預託金（旧資金運用部預託金）からの金利収入である。同預託金については、過去にほぼ全額が義務的に預託されていた経緯があったが、2001年の財政投融资改革により預託制度の廃止が決定され、現在は2008年3月末に向けて郵便貯金への段階的な払い

戻しが行われている。これらの変化を受けて、郵便貯金資金の運用状況においては、代替的な投資対象として日本国債の比重が高まりつつある（図表2）。このように、預託金による有利な運用が失われ、低金利環境が継続する中、今後、郵便貯金資金の運用による金利収入は低下する傾向にあると目されている<sup>3</sup>。

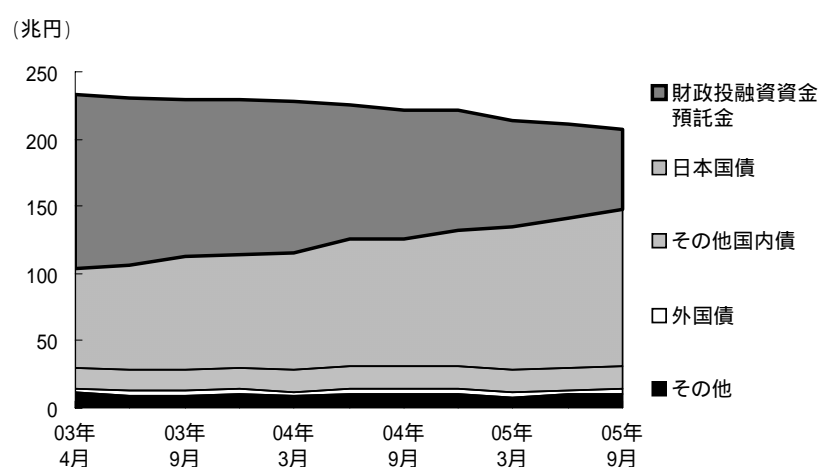
また、郵便貯金の残高も2000年以降、継続的な減少が続いている。図表3は、残高とその四半期ベースでの増減を見たものである。2000年第1四半期から2002年第2四半期の

図表1 郵便貯金事業の経常収益の年度別内訳



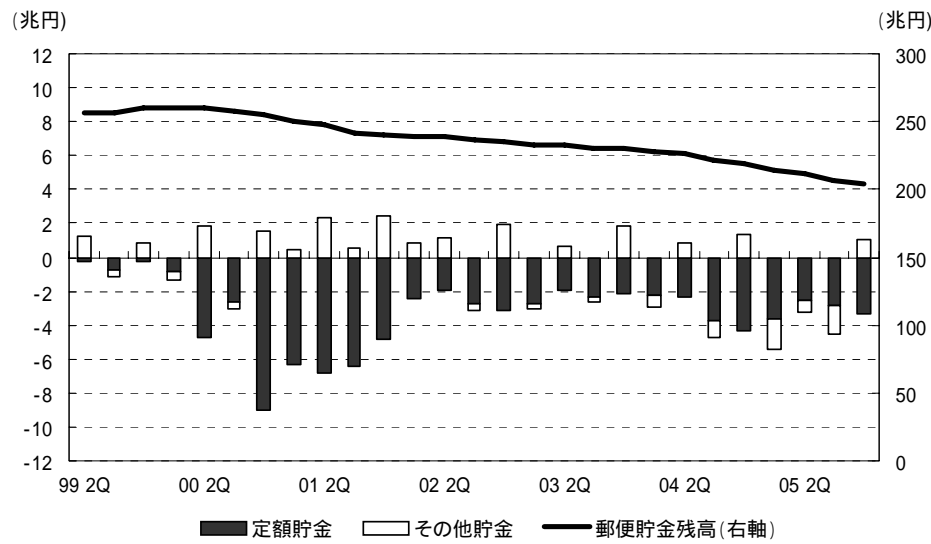
(注) その他の項目における増減は、主に金銭の信託を通じて保有している株式の評価損益によるもの。  
(出所) 日本郵政公社資料より野村資本市場研究所作成

図表2 郵便貯金資金の運用状況



(注) 預託金については、旧金融自由化対策資金の借入金見合い分を除く。  
(出所) 日本郵政公社資料より野村資本市場研究所作成

図表3 郵便貯金残高と四半期ごとの増減の推移



(出所) 日本郵政公社資料より野村資本市場研究所作成

間において、1991年前後の高金利期に預入された大量の定額貯金が満期を迎え、郵便貯金全体からは35兆円規模の資金が流出した。2004年第3四半期からも再度、資金流出が増加している。直近の2005年12月末においては、郵便貯金残高は年間ベースで15兆円（郵便貯金全体の7%程度）近い減少幅となっている。1993年6月に定額貯金金利の決定方式が変更されて以降<sup>4</sup>、預金等との比較における優位性は大きく低下している。その上、個人向け国債や、外国債券ファンド等の商品への投資が進んでいる中で、今後、貯金残高が増加傾向となることは見込みにくいと考えられる。

加えて、本稿では詳しくは触れないが、郵便貯金事業において、民営化後は預金保険料と印紙税が課される側面も指摘される<sup>5</sup>。これらの点を総合すると、従来は資金の運用収益に大きく依存してきた郵便貯金事業において、今後は金利収入が縮小傾向にある中、コスト負担が増大する傾向にあることを示している。そのため、手数料収入を増大させることなどにより、収益基盤を強化することが課題とされてきた。

## 2. 日本郵政公社の対策

日本郵政公社は収益基盤の強化に向けて、2003年に発表した「アクションプラン・フェーズ1」（2003～04年度の行動計画）において、手数料収入の拡大をトピックとして挙げ、その中でも投資信託の窓口販売に向けた体制整備を重要な項目として位置付けてきた。更に、2005～06年度の行動計画である「アクションプラン・フェーズ2」においても、顧客のライフサイクルイベントに対応し長期的な取引を築く、とする中長期的な事業戦略の方向性が述べられている。ここでも、投資信託は同関係を構築するための中心的なツールであり、健全な経営基盤を築くための重要な取り組み内容として位置付けられている。そして、郵便貯金事業部門がより早く販売体制を構築することができるよう、投資信託販売は郵政事業全体の民営化法の成立を待たずに解禁されることとなった。

なお、2005年10月14日の特別国会において郵政民営化法が可決され、同法により2007年10月から、現行の日本郵政公社により行われている郵政三事業は、4つの事業会

社と持ち株会社からなる組織構造へと移行することとなった。郵便貯金事業と郵便保険事業（現在の簡易保険）については、段階的な株式の放出が行われ、2017年10月までに100%民間保有の会社となる予定である。

#### ・販売開始に向けた体制整備

##### 1. 法律面の整備

日本郵政公社における投資信託の販売は、2004年12月3日に成立した「日本郵政公社による証券投資信託の受益証券の募集の取扱い等のための日本郵政公社の業務の特例等に関する法律」に基づく。日本郵政公社は販売開始にあたって、扱う投資信託を公募することが定められた（同法第八条第一項）。また、手数料については投資信託委託業者、証券会社、登録金融機関（銀行等）と同種の手数料を勘案する必要があり（第九条）、特定の投資信託に対する不当に差別的な取り扱いを行わないこと（第十条）などが定められた。同法は2005年6月2日に施行され、実際の販売は10月3日より開始された。

##### 2. 投資信託の選定

日本郵政公社は販売する投資信託の公募における選定基準を2005年6月16日に発表した。基本的な考え方としては、郵便局の顧客が主として投資経験の少ない個人であること、販売側も初めて本格的なリスク商品を扱うこと、の二点が重視された。その結果、投資経験の少ない顧客でもリスクの認識が容易で、投資成果が分かりやすい商品、顧客の分散投資、長期資産形成に資する商品、という2つの特徴が商品設計のコンセプトとして取り上げられた。これらの概念の下、公募が行われた投資信託は基本的にパッシブ運用に基づく下記の3種類となった。

A. 国内、海外の株式、債券、REIT、合計6資産に分散投資するライフスタイル型の

バランスファンド。資産配分比率の異なる複数の投資信託により構成される。各資産クラスはパッシブ運用とし、ベンチマークとなる6資産の指数については、事前に日本郵政公社が指定<sup>6</sup>。

- B. 日経平均株価への連動を目指した運用を行うインデックス・ファンド。  
C. TOPIX との連動性を意識しつつ、安定的に小幅な超過収益の獲得を目指した運用を行うインデックス+ ファンド。

これらの3種類の商品ラインナップに対して、A.には8商品、B.には9商品、C.には14商品、合計31商品の応募が23の運用会社により行われた。選定に当たっては、応募商品（A.についてはREIT以外の4つのマザーファンド）の設定期間が原則3年以上であることと、過去3年以内に資産運用業務に関し著しく不適当な行為が無かったこと、が要件とされた。その上で、投資信託および投資信託委託業者の経営基盤、リスク管理体制やファンドマネージャーの適性、バックアップ体制、調査の質、販売支援、分配方針等の、各側面の評価が行われた。最終的に、8月29日には各A. B. C.の商品を提供する運用会社として、野村アセットマネジメント、大和証券投資信託委託、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントの3社が選定された。3ファンドの概要は図表4の通りである。

##### 3. 開始に向けた郵便局、局員の対応

10月3日より投資信託の販売が開始された郵便局は575局であり、全国で24,676局（2005年9月末現在）存在する郵便局のうちの2%強のみであった。中でも、普通郵便局が551局を占めていること、147局が首都圏内に位置すること、25局の重点販売局が貯金残高や個人向け国債の販売量により選ばれたことなど、比較的都心部の大規模局が中心となったといえる。

図表 4 郵便局において販売が開始された投資信託の概要

ファンド名	委託会社	商品分類	ベンチマーク指標	販売手数料 (税込み)	信託報酬 (税込み)	決算(分配)月	受託会社	ファンドの特色
野村世界6資産分散投信 (安定コース)	野村アセット マネジメント	株式投資信託 バランス型	NOMURA-BPI, TOPIX等6指数	1.575%	0.651%	1,3,5,7,9,11月	野村信託銀行	債券70%(国内60%、外国10%) 株式20%(国内5%、外国15%) リート10%(国内5%、外国5%)
野村世界6資産分散投信 (分配コース)	野村アセット マネジメント	株式投資信託 バランス型	NOMURA-BPI, TOPIX等6指数	1.575%	0.725%	1,3,5,7,9,11月	野村信託銀行	債券70%(国内20%、外国50%) 株式20%(国内5%、外国15%) リート10%(国内5%、外国5%)
野村世界6資産分散投信 (成長コース)	野村アセット マネジメント	株式投資信託 国際株式型	NOMURA-BPI, TOPIX等6指数	1.575%	0.798%	1,3,5,7,9,11月	野村信託銀行	債券20%(国内10%、外国10%) 株式70%(国内35%、外国35%) リート10%(国内5%、外国5%)
大和ストックインデックス 225ファンド	大和投資信託委託	株式投資信託 インデックス型	日経平均株価	2.100%	0.546%	9月	みずほ信託銀行	日経平均株価(日経225)に 連動する投資成果を目指す
GS 日本株式 インデックス・プラス	ゴールドマン・サックス・ アセット・マネジメント	株式投資信託 国内株式型	TOPIX	2.625%	1.050%	3月,9月	住友信託銀行	TOPIXとの連動性を維持しながら、 ベンチマークを上回る収益を安定的に 獲得することを目指す

(注) 野村世界6資産分散投信については、上記の他に0.3%の信託財産留保額が換金時に適用される。

(出所) 日本郵政公社資料より野村資本市場研究所作成

販売を行う人員については、郵便貯金業務が将来的に投資信託販売を中心的業務の一つと位置付けていることから、既存の局員による対応が行われた。10月の開始時点で、約4,700人の証券外務員資格を取得した局員が、販売担当者として配置されている。そして、その中でもFP資格保有者など、相談業務に長けた職員の中から社内公募で選ばれた51人の投信アドバイザーが重点販売局に配置されている。また、現場指導や顧客向けセミナーを行なうために、外部から証券会社出身者を含む59人の投信インストラクターを派遣社員の形で受け入れているが、彼らは販売は行わないこととされる。

#### 4. 広告、販売用資料の展開

日本郵政公社は投資信託の販売開始にあたって、テレビ広告と2つのウェブサイト(広告用と投資家教育用)を展開している。また、販売促進資料については、個々の商品パンフレットに加えて、資産運用の基本を説明したもの、投資信託についての初歩的な説明、書類等の記入方法を説明したもの、商品3種類の比較、税制等を説明したもの、の5つが配布されている。

の冊子においては、ゆとりあるセカンドライフを実現するために、公的年金のみでは月額約15万円の資金が不足することが指摘されている。そして、退職時に向けて約

3,500万円の資産形成が必要であるとする試算を用い、現在の低金利環境の中で、より有利な運用を求めつつも、分散投資を行っていくことの重要性を訴えている。

#### ・開始後3ヶ月の現状と銀行窓販との比較

##### 1. 現時点での販売動向

販売開始後3ヶ月での販売額合計は410億1,300万円であった。仮に今後、季節要因等を無視して同様の販売ペースが続くとすると、2006年3月の郵便局における販売残高は、日本郵政公社が公表している計画上の1,129億円の7~8割程度となる見通しである。もっとも、日本郵政公社内部ではより保守的な目標が掲げられているとされ<sup>7</sup>、現状はコンプライアンス遵守に重きを置き、販売量がコントロールされた結果と見ることもできる。

図表5は各ファンドの純資産残高を見たものである。10月からの販売開始後、一貫して人気を集めているのは、隔月での分配を行うバランスファンドである。バランスファンド3コースの合計シェアは67%となっており、事前に郵政公社が見込んでいた50%強とする予測を上回っている。中でも、外国債券ヘポートフォリオの50%を投資する分配コースは37%のシェアを占めている。

2000年以降、日本の投資信託市場におい

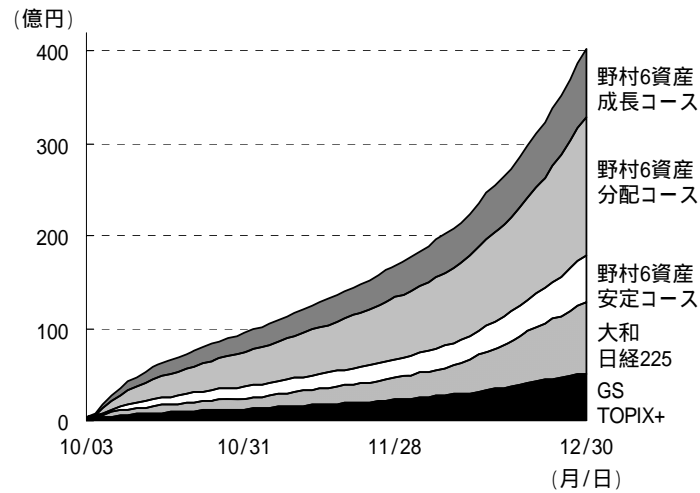
ては、銀行窓販チャネルを経由して販売された、外国債券に投資し、四半期や毎月といった頻繁な分配を行うファンドが大きく残高を増加させた。図表 6 に表されるように、外国債券はいまや、公募投資信託における最大の運用資産となっている。これらの商品は、銀行における販売チャネルを中心に、預金等からの資金を吸収した。郵便局において、隔月分配を行い、外債を中心的な投資対象とするファンドが人気を得たことは、近年の傾向に

沿ったものともいえる。

2. 銀行窓販開始時との量的な比較

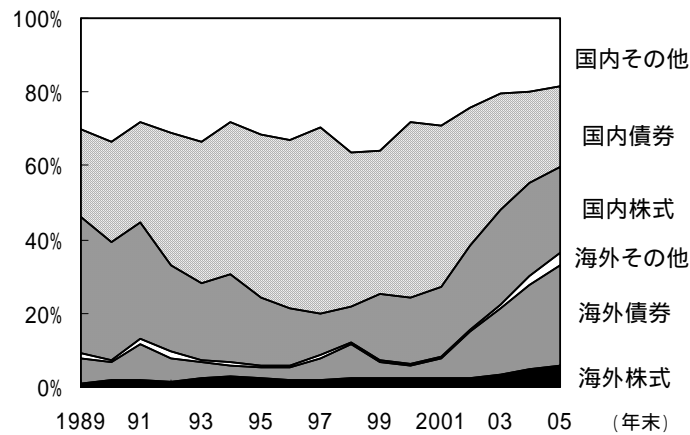
郵便局における販売開始後の一顧客当たりの平均的な販売金額は約 75 万円であり、現状の銀行における一般的な投資信託販売額とされる 200~300 万円に比べても低い水準にある。とはいえ、1998 年 12 月に銀行での投資信託販売が開始された当時のデータによれば、一顧客当たり販売額は 50~100 万円と比

図表 5 各投資信託の純資産残高推移



(注) 純資産残高は株価、為替等の変動を受ける。  
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表 6 公募投資信託の運用状況推移



(出所) 投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成

較的小幅であった<sup>8</sup>。さらに当時の数字を見ると、投資信託を扱っていた銀行店舗数は全国で約 4,000 店舗存在し、開始後 1 ヶ月に個人に向けて販売された類似の投資信託の合計額は約 700 億円であったと考えられる<sup>9</sup>。店舗数でこの数字で割ると、一店舗当たり約 1,700 万円となり、郵便局における開始後一ヶ月での一局当たり約 1,660 万円とほぼ同水準になる。市場環境の違いはあるものの、いまや投資信託市場において相当のプレゼンスを持つ銀行の窓販開始時に比べて、現状における郵便局が同様のペースでの販売を行っていることは興味深い。

### 3. 銀行との販売環境の違い

上述のように、郵便局と銀行の間では、売れ筋となっている投資信託の種類が似通っている点が指摘される。しかし一方で、販売環境等の相違点も挙げられよう。

まず、銀行においては 1998 年 12 月の販売開始時に積極的な手数料収入を見込み、多くの証券会社出身者を販売営業員として雇用した経緯があった。対照的に郵便局においては、投資信託をコンサルティング型営業の中核的な商品として位置付けている結果、既存の局

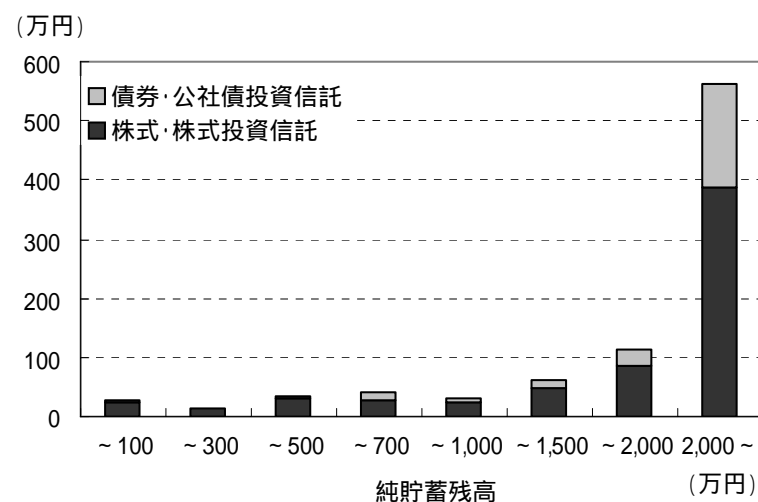
員のみによる販売を徹底している点が違いとして挙げられる。

また、顧客層の違いとして、郵便貯金には 1,000 万円の預入限度額が存在することから、銀行に比べても小口の顧客が多いことが指摘できる。図表 7 に表されるように、現状の日本においてはリスク性資産の保有が富裕層に偏っている中で、郵便局では銀行の顧客と比較して、リスク商品に不慣れな顧客層が中心にいると考えられる。

これらの点は、郵便局における販売において、販売側も顧客側もリスク商品の取り扱いについて経験が浅いことを示している。開始後間もない段階では、一件当たりのコンサルティング時間が平均 2 時間であったとも言われており、現段階は双方が習熟していくステージにあるといえよう。

郵便局における販売開始にあたっては、近年、銀行における投資信託販売が隆盛であることから、同様の拡大を期待する声もある。上述のように、銀行に比べて不利な背景を抱えつつも、銀行を上回る販売ペースを達成していることは前向きな傾向と考えられる。

図表 7 純貯蓄額別に見た一世帯当たりリスク性資産保有額



(出所) 総務省『家計調査年報平成 16 年』より野村資本市場研究所作成

・郵便局の投資信託販売が持つ意義

1. 幅広い顧客層の開拓に向けて

郵便局が投資信託販売に参入することで期待される変化を改めて整理してみたい。今般の開始による最大のインパクトは、日本で最大の預貯金残高を有し、投資への接点が無かった顧客層へのチャンネルが開かれる点にある。

郵便貯金の残高は縮小傾向にあるとはいえ、207兆円の貯金残高は、メガバンク3行の預金の合計額約250兆円に比べても遜色が無く、24,676局の郵便局数は、全国銀行、信用金庫、信用組合、の合計店舗数である23,623店を上回っている<sup>10</sup>。なおかつ、郵便局は、全国にあまねく展開しており、一地域に特化している信用金庫、信用組合もカバーしきれない層を顧客に持つ点も大きな特徴である。

また、既述のように比較的小規模の顧客が多い郵便局において、新たに販売チャンネルが展開されることは、投資信託市場全体からすれば、より投資家教育が必要とされたセグメ

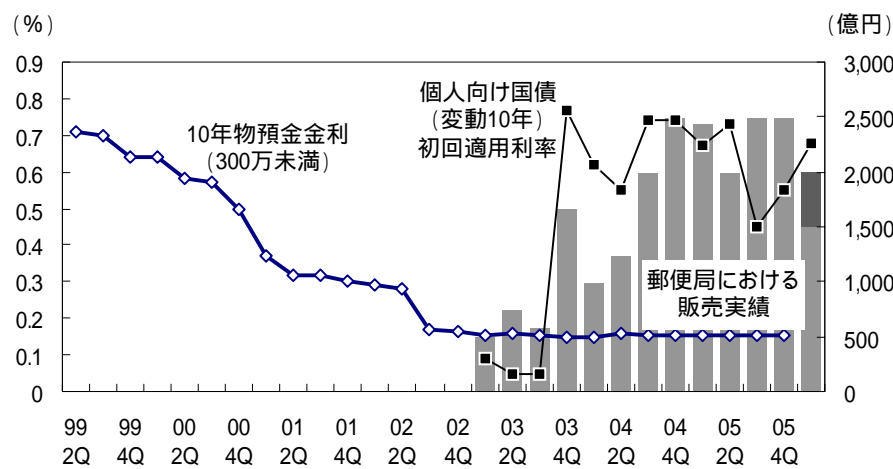
ントへの説明機会が増加することにもなる。今後、販売を行う郵便局の数は、2009年3月末迄に1,500局程度へと増加する見通しであるが、どのような顧客層の拡大が中心となるかは重要なポイントといえるだろう。

2. 個人向け国債販売からの示唆

郵便局における投資商品販売の先例としては、2003年2月に販売が開始され、現在では大半の郵便局<sup>11</sup>において販売が行われている個人向け国債が挙げられる。個人向け国債は元本保証型の商品ではあるが、低金利環境下で預貯金よりも有利な運用手段を求めようになった顧客が、実際に投資へと行動し始める際の導入商品の代表格といえる。

同商品の販売動向を見ると、最初の3回の発行においては、初回適用利率が0.1%未満に設定されたこともあり、発行額自体は3,000億円程度（うち、郵便局販売額は500億円程度）と小さかった（図表8）。しかし、第4回債以降は長期金利の上昇に伴い初回適用利率の水準も上昇し、有利な投資商品として認識されるようになった。2005年11月現

図表8 郵便局における四半期毎の個人向け国債販売実績



(注) 1. 販売実績は発行日ベースで集計。預金金利は期末値。  
 2. 2006年第一四半期は、従来の変動10年物国債1,500億円に加えて、固定5年物国債（適用利率0.80%）が500億円販売された。  
 (出所) 日本銀行、日本郵政公社、財務省資料より野村資本市場研究所作成



在における累積発行額は 15.5 兆円となり、郵便局における販売も累計で 1.9 兆円と拡大してきている。直近の販売動向を見ても、郵便局では、変動 10 年第 13 回債 1,500 億円が販売開始後 2 時間半で、固定 5 年第 1 回債 500 億円（両債券とも 2006 年 1 月発行）が 5 分間で売り切れるなど、人気を反映した売れ行きとなっている。

今後、郵便局における投資信託販売に対し、個人向け国債と同様の売れ行きが起これると期待するのは早計であろう。しかし、販売側の説明能力の習熟と、顧客サイドの収益追求という、投資信託販売の今後の鍵ともいえる側面をそこに見出すことはできる。

### 3. 今後の展望

図表 9 は、現時点で日本郵政公社が立てるとされる販売額と収入の見通しである。公社は、投資信託業務単体で見ると、純利益では 2007 年度の黒字化、2009 年度には累積赤字の解消を目指している。

仮に、同水準を達成したとしても、実際に郵便貯金事業における収益の大幅な向上には繋がるとはいえない。だが、投資信託市場におけるプレゼンスの拡大や、コンサルティング型の営業スキルが郵便局においても発達していくことが、潜在的に日本の金融システムに与えていく影響は軽視できない。投資に最も馴染みが無いとされる層に対し、今般、投資信託の販売チャネルが提供されたことの影響を引き続き注視したい。

図表 9 郵便局における投資信託販売額等の見込み

	(億円)				
	05年度	06年度	07年度	08年度	09年度
販売額	1,129	2,403	3,588	4,610	6,165
販売残高	1,073	3,412	6,748	10,507	15,300
単年度収入	18	47	79	112	157

(注) 日本郵政公社による試算。

(出所) QUICK QBR より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 資金規模は 2005 年 9 月末の値。

<sup>2</sup> 郵便貯金から財政融資資金への 7 年満期の預託される資金には、10 年物国債利回りに 0.2%程度を上乗せした金利が適用されている。

<sup>3</sup> 運用収益の改善策として、よりリスクを取った運用を行うことも考えられ、現に資産担保証券などへの投資対象の拡大が図られている。しかし、郵便貯金の規模の大きさから、当面においては国債が中心的な運用対象とならざるを得ないとされる。また、企業向け貸出が郵便貯金事業の業務として規定されてこなかったこともあり、貸出による利益の確保も容易ではないとされる。

<sup>4</sup> 1993 年 6 月に定額貯金金利の決定方式が変更され、順イールド時には銀行における 3 年物定期預金の 90~95%の水準が、逆イールド時には 10 年物国債の金利から 0.5%~1.0%を差し引いたもの、が適用されることとなった。このことにより、他の商品との比較における定額貯金の優位性は低下したため、今後は、1990 年前後に起きたような、金利低下を見越した資金シフトは起こりにくいと考えられる。

<sup>5</sup> 日本経済研究センター『第 13 回金融研究報告「郵政民営化の行方と銀行・生保部門の将来」』2005 年 10 月 13 日。2004 年度中の政府による保護コストが、預金保険料の免除により 1,848 億円、印紙税の免除により 332 億円、預託金金利による収入面での支援により 5,855 億円であったと試算されている。

<sup>6</sup> 国内株式：TOPIX、国際株式：MSCI KOKUSAI（円換算・ヘッジなし・配当再投資、GROSS）、国内債券：NOMURA ボンド・パフォーマンス・インデックス総合、国際債券：シティグループ世界国債インデックス（日本除く、円換算・ヘッジなし）、国内 REIT：東証 REIT 指数、国際 REIT：S&P シティグループ・グローバル REIT インデックス（日本除く、円換算・ヘッジなし）、の 6 指数。

<sup>7</sup> 「金融財政事情」2005 年 10 月 31・11 月 7 日合併号、p30 より。斎尾郵便貯金事業本部長は、各郵便局に提示されている 2005 年度中の販売目標は、公式発表の半分強の 670 億円であるとコメントしている。

<sup>8</sup> 銀行窓販開始時の動向については、林宏美「スタートした我が国における銀行の投信窓販」『資本市場クォーターリー』1999 年冬号を参照。

<sup>9</sup> 銀行による、1998 年 12 月中の投資信託の販売実績は 1,993 億円であったが、その内の 3 割は法人向けの販売であったと推測される。また、商品別のシェアを見ると、50%強が短期の債券ファンドである MMF に投資されていた。郵便局で扱われている投資信託はいずれも中長期的な投資を目的とした物であったことを考えると、同様の商品の販売額は 700 億円程度であったと考えられる。

<sup>10</sup> 郵便局数は 2005 年 9 月末の値。その他預金額、店舗数については 2005 年 3 月末。

<sup>11</sup> 簡易郵便局および一部の郵便局では、個人向け国債の販売は行われていない。