

郵便局による投資信託販売と銀行窓販の現状

瀧 俊雄

要 約

1. 郵便局における投資信託販売が開始してから一年余が経過した。販売額が段階的に増加する中、2006年9月末の純資産残高合計は3,604億円となった。同残高は地銀上位行の水準であり、試算によれば数年後にはメガバンク並みに拡大すると予測される。
2. バランスファンドの分配コースと、外国債券ファンドが比較的大口の販売により残高増加を牽引している。一方で国内株式型のファンドは、小口化を理由として販売額が縮小している。地域ごとの販売を見ると、その取り組み度合いに濃淡が見られた。
3. 銀行窓販においては、商品選好における変化が起きつつある。従来、支配的であった外債ファンドから、バランス型及び国内株式型へのシフトが見られており、投信市場全体においても同様の変化が見え始めている。
4. 郵便局は、巨大プレーヤーの台頭としてのみでなく、窓販市場を変えていくプレーヤーとしても存在感を現わし始めている。家計金融資産における貯蓄から投資への流れが定着しつつある中、今後とも同チャネルの動きは注目されよう。

I. はじめに

2005年10月3日より、郵便局における投資信託販売が開始してから一年余が経過した¹。575局、5種類の商品ラインナップでスタートした販売は、本年6月には605局、9商品体制へと拡大し（図表1）、更に10月には取扱い局数が1,155局へと増加している。

2006年9月末までの一年間での累計販売金額は3,597億円となり、同月末における全ファンドの純資産残高の合計は3,604億円となった。11月末には、同残高は4,835億円にまで増加している。2007年3月末の残高目標が6,430億円と設定されている中で、後述

するように、販売額ペースは拡大傾向にある。同目標の達成は現実的といえよう。

投資信託販売は、2007年10月に予定される日本郵政公社の民営・分社化後における²郵便局株式会社と郵便貯金銀行の手数料ビジネスとなる見込みである。現行の郵便貯金事業がその資金規模の大きさから資産運用面での課題を抱える中で、手数料収益の拡大は、円滑な民営化プロセスを見守る上でも注目されるトピックである。また、後述するように郵便局における販売開始と前後して、近年の投資信託市場の拡大の主な担い手であった銀行窓販でも変化が起きつつある。本稿では、郵便局におけるこれまでの販売動向から得られるデータを基に、今後の郵便局チャネルの

図表 1 郵便局において販売されている投資信託の概要

	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	ファンドの特色	分配実績
2005年10月 販売開始	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	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%)	06.1.3.5.7.9 20円 06.11 30円
	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	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%)	06.1.3.5.7 50円 06.9.11 60円
	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	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%)	06.1.3.5.7.9 20円 06.11 100円
	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	2.1%	0.546%	9月	日経平均株価(日経225)に 連動する投資成果を目指す	06.9 40円
	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%	1.05%	3月、9月	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	06.3 800円 06.9 60円
2006年6月 販売開始	日興五大債債券ファンド	日興アセット マネジメント	株式投資信託 バランス型	シティグループ世界 国債インデックス等	2.1%	1.05%	毎月	先進国80%と新興国20%を合成した 債券指数に連動した投資成果を目指す	06.8.9 35円 06.10 40円
	日興五大株株式ファンド	日興アセット マネジメント	株式投資信託 国際株式型	MSCI-KOKUSAI及び エマージング	2.1%	1.155%	2.5.8.11月	先進国80%と新興国20%を合成した 株式指数に連動した投資成果を目指す	06.8 150円
	DIAM世界リート インデックスファンド	興銀第一ライフ アセットマネジメント	株式投資信託 ファンド・オブ・ ファンズ	S&P/シティグループ・ グローバルREIT インデックス	2.625%	0.8925%	毎月	日本を含む世界各国のREITに投資。 ベンチマークの動きに連動する投資成果 を目指す	06.10 45円
	住信日本株式SRIファンド	住信アセットマネジメント	株式投資信託 国内株式型	TOPIX	3.15%	1.68%	6月	中長期的にベンチマークである TOPIXを上回る投資成果を目指す	実績なし (初回決算は07.6)

(出所) 各投資信託資料より野村資本市場研究所作成

発展の可能性と、投資信託市場全体の発展を占う上でのポイントを探ってみたい。

II. 郵便局における販売動向

1. 販売額の段階的な成長

郵便局は、2005年10月の販売開始にあたって、外部からの投信販売経験者を雇わず、自前での販売要員を育成していくことを方針としていた。しかし、そのことが却って販売力の不足に繋がるのではないかと懸念する見方も存在していた。事実、開始当初は、一件の販売に2~3時間以上を要するとも報道され³、販売ペースが実際に伸びていくのが課題と見られていた。

その後の、月別の販売額推移を見ると(図表2)、開始当初の1~2ヶ月は100億円を下回っていたものの、2005年12月以降は200億円を越える水準となり、2006年4月以降は400億円を越える月も見られるようになった。この間、販売局数はそれほど増加していないことを考えれば、一局当たりの販売能力は当初に比べて4~5倍に拡大したことがいえる。さらに、販売局が大幅に増加した2006年10月には659億円の販売が行われている。新規増加局における販売力の向上も織

り込めば、更なる拡大の余地も見込まれる。

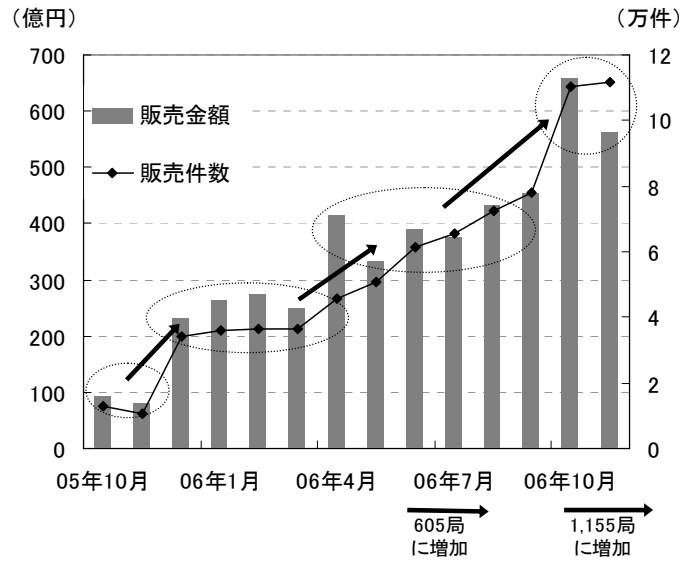
口座開設数(図表3)は、当初は月1万件以下のペースであったが、2006年に入ってからにはコンスタントに2万件以上の増加が見られ、2006年9月末の口座数は20.8万件、11月末には26.7万件となった。一口座当たりの販売件数(自動積立を除く)は、当初は2件程度であったが、現在は4件を超えている。この数字から、平均的な顧客が、初期において複数の投資信託を購入した後に、さらにリピーターとなっている様子が窺える。

また、保有口座の中でも、自動積立口座(図表4)は2006年6月以降急増しており、11月末時点で9.9万件と、全体の37%を構成するに至っている。直近では、半数以上の新規口座設立が自動積立の形により行われている。

2. 商品ごとの動向

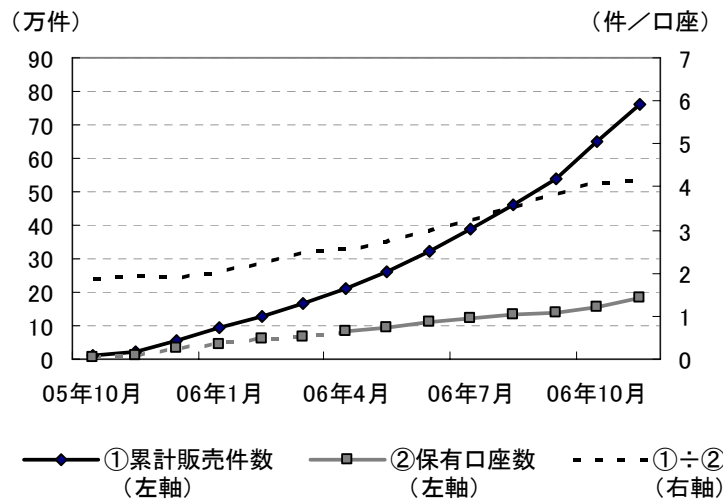
各商品の純資産残高の推移(図表5)を見ると、隔月での分配を行うバランスファンド(安定型、分配型、成長型の3コース)が64%のシェアを占め、中でも資産の50%を外国債券で運用する分配コースが2,400億円を超える規模に成長してきていることが特筆される。加えて、2006年6月に投入された

図表 2 販売額の段階的な増加



(注) 自動積立分は含まれない。
 (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 投資信託口座数及び累計販売件数



(注) 自動積立分は含まれない。
 (出所) 日本郵政公社資料より野村資本市場研究所作成

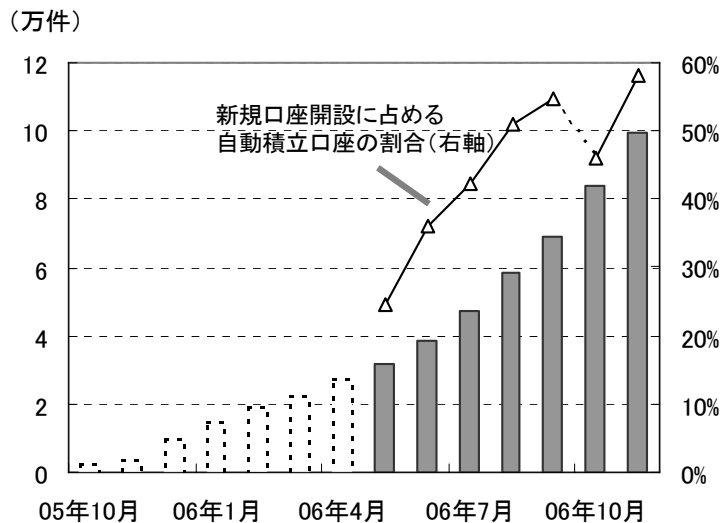
外国債券ファンドも後発ながら顕著な拡大を見せており、二番目に大きなファンドとなっている。このように、運用資産に注目すると、外国債券を重視したファンドが人気を得ている。

また、2006年4～11月の間に販売された商品の分配頻度別の割合を見ると(図表6)、

毎月及び隔月の分配を行うファンドの販売シェアは82%となっている。多分配型という特徴が重視されたことも特筆されよう。

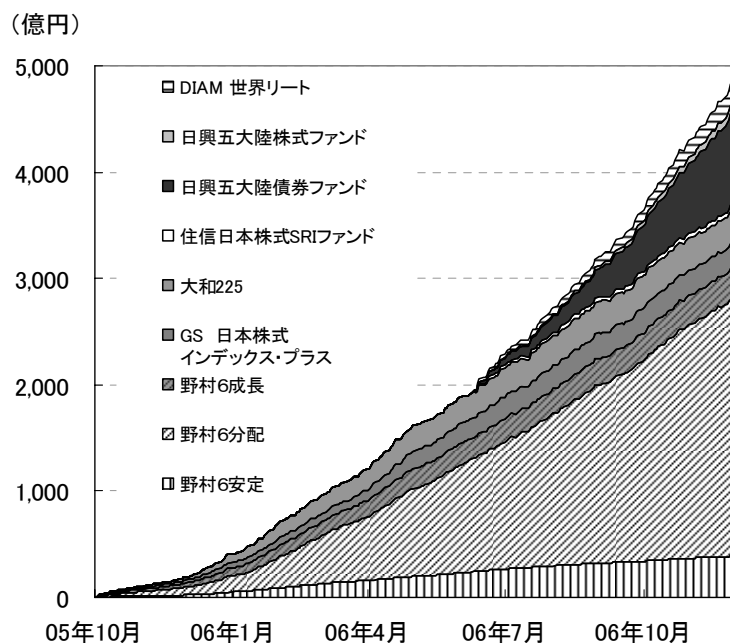
これら二つの特徴は、近年の投資信託市場の拡大を牽引した銀行窓販における中心的な商品であった、毎月分配型の外国債券ファンドの人気と同じ流れを汲むものといえる⁴。

図表4 自動積立口座数の推移



(注) 割合及び06年4月以前の口座数は推定値。
 (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5 純資産残高の推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

同類型のファンドの残高は2006年10月末現在で15.2兆円となっており、公募投資信託市場の24.2%⁵、追加型株式投信に限れば31.4%を占めるに至っている。郵便局においても、同様の商品性が、投資初心者の多い層

に受け容れられたと考えられる。

しかし、それ以上に、郵便局における大半の販売が、バランス型であるという説明を踏まえて行われた、という事実は注目されよう。外国債券による国内預貯金に比較して有利な

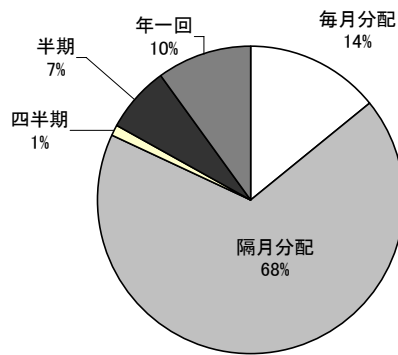
運用、という観点のみならず、外国株式やREITも含めた商品に分散投資を行っている、という説明を顧客が受けたことの、投資教育における意義は大きいといえる。

月ごとの販売額では、バランスファンド分配コースと外国債券ファンドが月間200億円超である一方で、3本の国内株式型は月間10億円以下となっている。その理由としては、一件当たり販売額の小口化が進んでいることが挙げられる。商品別に見た一件当たりの販

売金額を比較すると（図表7）、外国債券型が100万円強、バランス型分配コースが60万円強、グローバルREIT型が50万円弱、となっているのに対し、国内株式型3ファンドは10万円以下という販売が続いている⁶。

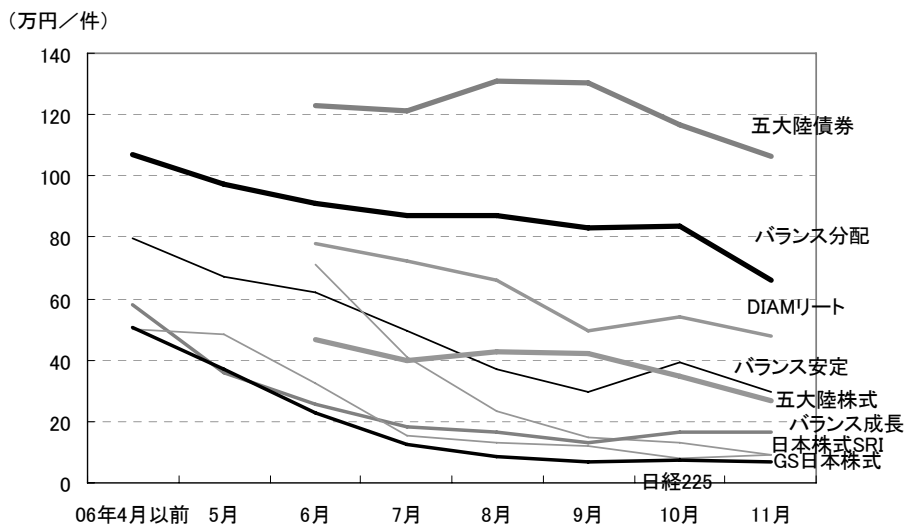
もともと、小口化が進んでいるとはいえ、販売件数自体におけるプレゼンスはさほどは低くない。11月中の全商品の販売額に占める国内株式型の割合は3%であったものの、販売件数に占める割合は21%であった。次

図表6 分配頻度別に見た販売額シェア



(注) 2006年4～11月販売分が対象。
(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7 各ファンドの一件当たり販売金額



(注) 自動積立分を除く。
(出所) 日本郵政公社資料より野村資本市場研究所作成

項で述べるように、開始以来の株価のパフォーマンスは比較的良好であったことから、今後、国内株式型の購入の積極化が起きるかは注目されよう。

3. 基準価額の推移

図表 8 は、基準価額と分配実績をベースとして、投入時期別に各ファンドのパフォーマンスを比較したものである。

2005 年 10 月 3 日に販売開始となったファンドのパフォーマンス（1 年間）で首位に立ったのは、大和日経 225 インデックス・ファンドであり、2 位は TOPIX をベンチマークとする GS 日本株式インデックス・プラスであった。

この間における株価指数の推移を見ると、TOPIX は半年間で 25% 超の上昇（日経平均は 30% 超）を記録した後、4 月 7 日から 6 月 13 日にかけて 22.3% 下落（同、23.5%）している。6 月以降は、株価の回復もあり、開始後一年間では TOPIX が 14.1%、日経平均が 19.2%、というパフォーマンスを上げる結果となった。このように、国内株式ファンドのリターンは、一年間を通じて見れば大きな増減を経ているものの、最終的には株式の好パフォーマンスに助けられた形となった。

一方で、バランスファンドの運用実績では 2006 年 5 月以降、分配コースが成長コースを上回っている。開始後一年間においては、円ドルレートが 4.2%、ユーロ円レートが 9.5% の円安となっており（日本銀行ベース）、外貨建て資産がポートフォリオに占める割合が 50% である成長コースに対し、70% を運用する分配コースがパフォーマンスで上回る結果となった。

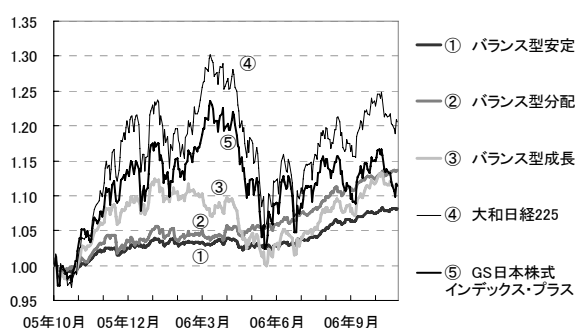
バランスファンド分配コースは、安定した基準価額の変動と、相場の影響にも恵まれた環境下で、残高を伸ばしていったといえる。一方で、国内株式型は相場には恵まれたものの、郵便局での販売額が拡大した時期と前後して相場下落を経験したため、現状は小口化した状態が続いているといえる。

次に、2006 年 6 月 12 日より投入された 4 商品のパフォーマンスを比較すると、グローバル REIT ファンドが 9 月末までに設定日を基準として 15.6% のリターンを上げている。その背景には、円安による影響に加えて、同期間において原指数である S&P/シティグループ・グローバル REIT インデックス自体が、11.1% の上昇を示していたことも挙げられる。

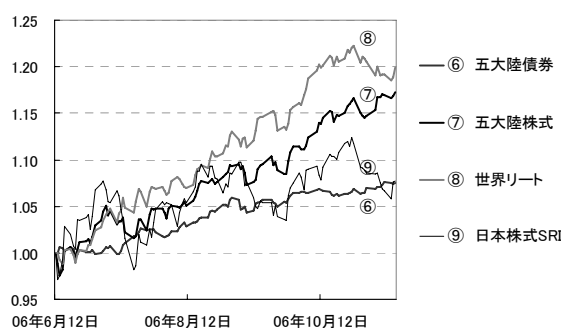
対照的に、後発組でありながら、残高で 2

図表 8 各投資信託の基準価額の推移

(1)2005 年 10 月に開始された商品



(2)2006 年 6 月に開始された商品



(注) 1.ファンド設定日を1として基準化。
2.分配金は10%の配当課税後、翌営業日に再投資されたとして算出。
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

位の規模を誇る外国債券ファンドについては、開始後3ヵ月半とはいえ、リターンは比較的 low水準に留まっている。

現在販売されている全てのファンドにおいて、設定時の基準価額を割った日数はほとんど無く、市況に恵まれたスタートであったといえる。今後は逆のシナリオである、円高、株安といった局面における販売の落ち込みも懸念されるが、売れ筋であるファンドのパフォーマンスの変動が比較的小さいことから、相場要因に左右されにくい、安定した販売額の継続が期待されよう。

4. 販売における地域ごとの特色

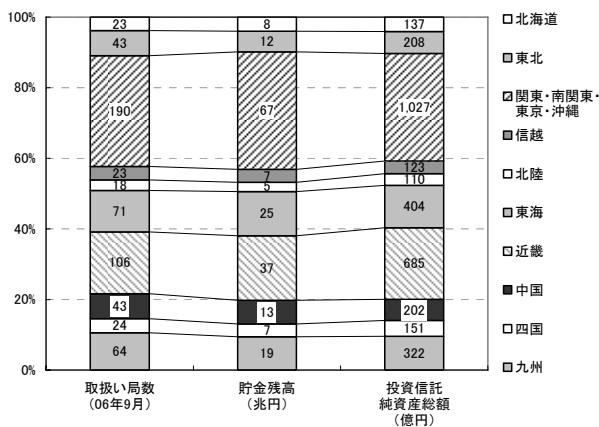
投信販売チャネルとしての郵便局は、従来の証券会社及び銀行が主眼としてこなかった地域、すなわち都市部よりは地方の顧客層を開拓できる点が強みとして注目されてきた。図表9は、地域ごとの取扱い局数、貯金残高及び投資信託の純資産残高推計値のシェアを比較したものである。地域ごとの残高を見ると、関東、南関東、東京に沖縄を加えた地域の純資産総額が1,027億円と全体の30.4%を占め、2位は近畿地方の684億円(同20.3%)となった。投信純資産に占めるシェ

アを、貯金残高シェアで除した数値により、貯金残高との相対的な売れ行きを見ると、四国が1.259、北陸が1.217と健闘している地域が見られた。一方で、0.892となった中国のように、販売がさほど伸びていない地域もあった。より強みを持つと思われた地方においても、現時点ではその取り組みに地域差があることが見受けられる。

一方で、既にメガバンク及び証券会社の開拓が進んでおり、苦戦が想定された都市部では、首都圏(沖縄含む)における同数値は、0.918であったものの、同じく都市部の多い近畿においては1.108となっている。現状では、一概に都市部における販売が不調でもないことを物語っている。

投信販売局は、民営化が行われる2007年10月には1,550局まで増加し、全ての普通局において販売が行われる見通しである(図表10)。今後、より特定局に拡大の軸足が移っていく中で、いかに地域ごとの特色が出てくるのかも注目されよう。

図表9 各地域における販売局数、貯金、投信残高シェアの比較(2006年9月末時点)



	純資産残高 (百万円)	投信シェア / 貯金残高シェア	投信シェア / 販売局数シェア	一局当たり純資産残高 (億円)
北海道	13,741	1.028	1.073	2.15
東北	20,823	1.058	0.870	2.57
関東・南関東・東京・沖縄	102,703	0.916	0.971	3.00
信越	12,259	0.995	0.957	2.31
北陸	10,952	1.217	1.093	3.32
東海	40,449	0.963	1.023	3.04
近畿	68,489	1.108	1.160	4.01
中国	20,154	0.892	0.842	2.34
四国	15,140	1.259	1.133	2.44
九州	32,184	1.009	0.903	2.48

(注) 貯金残高は2006年3月末の数字。投信純資産額の関東、南関東、東京及び沖縄の数字は公開されていないため、他の地域の合計を全国値(いずれも推計値)から引くことで計算。

(出所) 日本郵政公社資料より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 郵便局投信の今後

1. 販売チャネルとしての規模比較

2006年9月末時点における、窓販チャネルの投資信託預かり資産ランキング（図表11）を見ると、郵便局は14位と、地銀上位行並みの水準となった。銀行における投信窓販が1998年12月に解禁され、既に8年間の取り組みの歴史を有する中、新たに一年間で中堅プレーヤーとして台頭した形になる。

もつとも、チャネルとして見た郵便局の存在感は、その陣容と展開力において、今後その特徴がより顕著に表れるものと考えられる。

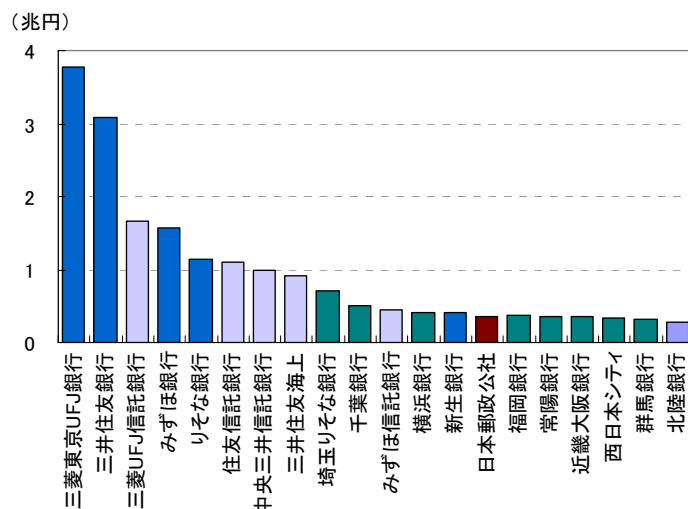
まず人員を見ると、当初4,700人体制でスタートした販売人員は、2007年3月末には12,000人にまで拡大する見込みとなっている。全証券会社における外務員数が7.6万人⁷であることや、メガバンクにおける投信販売人員が一行あたり1,000~2,000人規模であることに比較すれば、開始後一年半でこれだけの

図表10 地域別の販売局数と郵便局数の比較

	投資信託販売局数			郵便局数 (全体 06年10月末)		
	06.9	06.10~	07.10~	普通局	特定局	
北海道	23	64	N.A.	73	1,142	
東北	43	81		92	1,841	
関東	86	168		182	2,212	
南関東	44	67		75	880	
東京	55	96		114	1,395	
信越	23	53		60	919	
北越	18	33		41	637	
東海	71	133		145	1,903	
近畿	106	171		199	2,908	
中国	43	86		87	1,674	
四国	24	62		58	880	
九州	64	130		155	2,368	
沖縄	5	11		14	166	
合計	605	1,155		1,550	1,295	18,925
(うち普通局)	581	1,031		全普通局		

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表11 公募投信窓販の純資産残高ランキング
(2006年9月末時点)



(出所) ニッキン投信年金情報、日本郵政公社資料より野村資本市場研究所作成

新規参入者が増加することのインパクトは、時間の経過に伴い際立ってくると考えられよう。加えて、これらの人員のほとんどがそれまで販売経験が無かった局員により構成されている⁸ことは、今後、様々な局面において、他のチャネルには無いアイデアや、異なるスタイルでの顧客との関係構築に繋がっていく可能性としても注目されよう。

次に、販売局数を見ると、2006年11月現在の1,155局という規模は、三菱UFJフィナンシャル・グループの銀行、証券、信託銀行の国内拠点数の合計⁹である894拠点を上回っている。また、個々の地域における展開力では地域金融機関に拠点数では劣るとしても、全国レベルでの研修、資料提供といった販売インフラに加えて、全国津々浦々に展開する特定局との連携体制が今後構築されていくことが注目されよう。既に、都内、神奈川県、愛知県においては、試験的にその取り組みがなされており、2007年初めには同取り組みが全国に拡大していく見通しである¹⁰。

これらに加えて、2007年1月22日からは、コールセンターにおける口座保有者向けの販売サービスを、同年5月からはインターネット

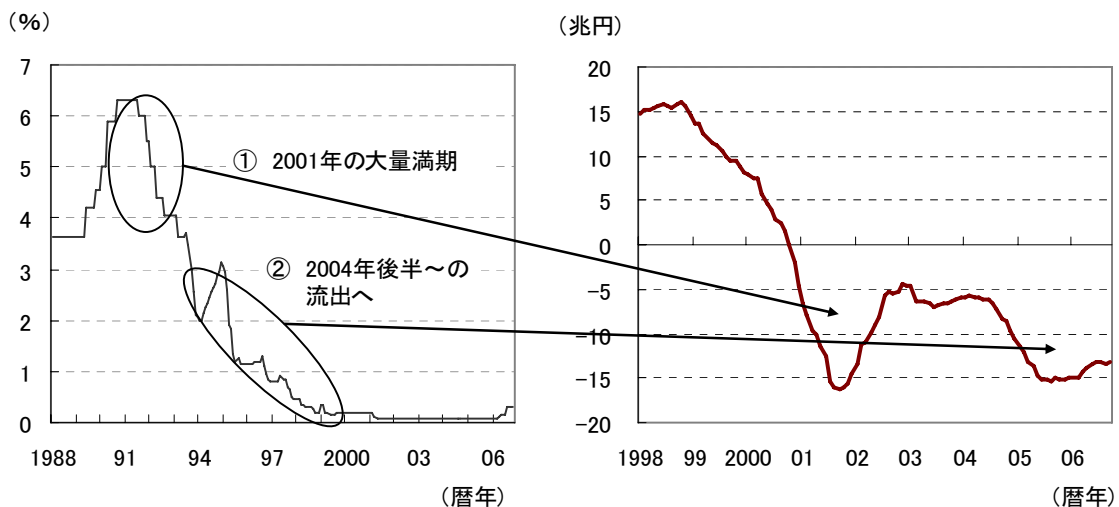
ト経由での同サービスを開始する見込みである。このことにより、郵便局の顧客は、既存の証券会社等と同様のアクセス手段をも有することになる。このように、単に規模として巨大であるだけでなく、現在進行形での販売インフラの整備が進んでいることも注目される。

もともと、これらの規模、インフラを活用していく上では課題もある。当初一年間に見られたような、局員の販売能力向上に向けた支援体制が継続的に提供されることは引き続き重要といえる。特に、今後の拡大は、小型の局において、広範な局員によって担われていく中で、日本郵政公社及び運用会社のバックアップ体制はより重要性を増すものと思われる。

2. 継続する郵便貯金の流出

郵便局における投資信託の今後の規模を占う上では、郵便貯金の大規模かつ継続的な資金流出という近年の流れの中で捉えることが重要である。図表12は、80年代からの定額貯金の金利推移と、近年における郵便貯金全体の残高の増減を見たものである。90年代

図表12 定額貯金（3年以上）金利と郵便貯金残高の対前年同月比増減の関係



(出所) 日本銀行、日本郵政公社資料より野村資本市場研究所作成

初頭の金利低下局面においては、同局面で有利な運用手段であった定額貯金への大量の預け入れが行われた¹¹。同資金は10年の満期を迎えた2001年に、大量の流出が起きたことが当時注目された。同流出は、2002年中に一旦は収束した。しかし、1994年以降の金利低下期に預け入れられた資金の流出が2004年以降拡大しており、2006年11月末現在においても年間13兆円ペースでの流出が続いている。これらの資金が、個人向け国債、銀行窓販における投信等の投資資産への流入へと繋がる資金フローが、近年のマクロ的に見た家計の金融資産における潮流であった(図表13)。郵便局における投資信託の購入においても、同流出資金は主要な資金源であったと考えられる。

仮に、投資信託の原資が全て、郵便貯金からの流出であったと仮定した場合、その歩留まり率は開始当初では1%弱であったが、直近では6%程度に上昇している。今後、新規販売局における習熟に加え、非販売局との連

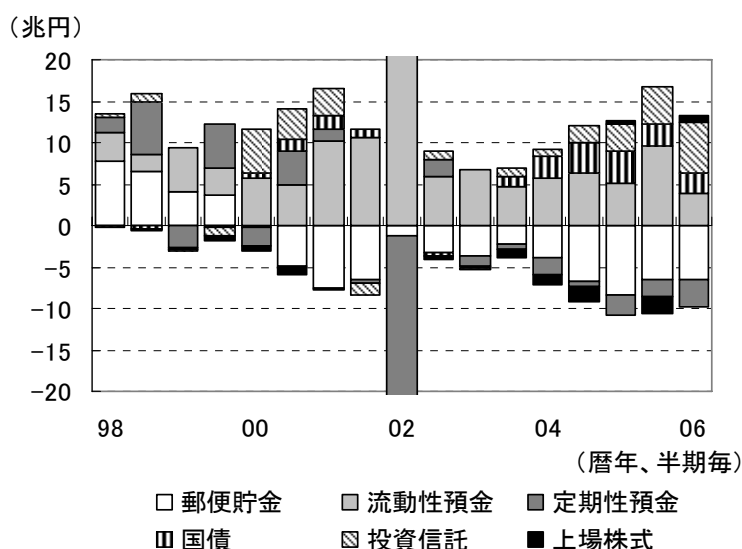
携など、更なる顧客開拓への取り組みがあることを考えれば、いずれは10%を越える歩留まり率を達成することも現実的といえる。

そこで、歩留まりを前提とした今後の郵便局の投信残高の試算を行った。まず、①現状維持ケースとして、2007年3月期目標額に向けた販売ペース(年間約5,700億円)が今後とも持続すると仮定すると、2010年度末における残高は2.9兆円となった。

次に、②日本郵政株式会社の公表している見通し(図表14)における郵便貯金残高¹²を前提として、年平均では約5兆円が流出しつつ、2007年度以降の歩留まり率が10%へ上昇するケースを想定すると、同残高は2.6兆円となった。さらに、③現状における13兆円超の流出規模が常態化し、2010年度末における郵便貯金残高が139兆円となるケースを想定すると、残高は6.0兆円となった。これらの結果は図表15にまとめている。

このように、現状のペースを維持した場合においても、5年後には純資産残高で、現状

図表13 各金融資産における資金純流入額の推移



(注) 1.本図に変額年金は含まれない。
2.2002年上半期の変動はペイオフ部分解禁によるもの。
(出所) 日本銀行資金循環勘定より野村資本市場研究所作成

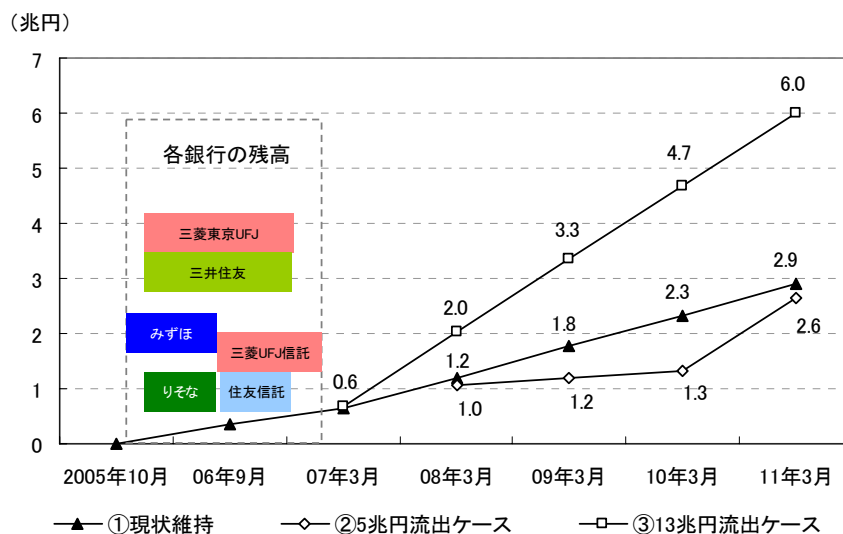
図表 14 郵便貯金銀行及び郵便局株式会社の経営見通し

郵便貯金銀行		(単位:億円)				
	2007年度	08年度	09年度	10年度	11年度	
経常収益	13,070	25,190	24,650	24,430	23,610	
経常費用	10,040	18,060	16,200	15,480	15,470	
経常利益	3,030	7,130	8,450	8,950	8,140	
純利益	1,820	4,280	5,070	5,370	4,880	
資金量 (兆円)	188.3	187.0	185.7	172.4	161.4	

郵便局株式会社		(単位:億円)				
	2007年度	08年度	09年度	10年度	11年度	
経常収益	10,650	19,250	19,310	19,400	19,500	
経常費用	9,790	18,610	18,580	18,590	18,620	
経常利益	860	630	740	810	880	
純利益	520	380	440	490	530	

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 15 郵便局の投資信託残高予測



(注) 流出額のうち2007年度以降10%が投資信託の購入に向かうとして試算。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

におけるメガバンクの規模と比肩することが見込まれる。更に、上記試算は流出のみをベースとしているため、今後の販売能力の向上により、新規の資金の取り込み等がより一層行われるようになれば、チャンネルの規模はさらに拡大する可能性もある。

上記の試算をベースとして、現時点での商品構成をベースとした販売手数料及び信託報酬(販売会社分)の試算を行うと、2010年度における同収益は、①現状維持ケースで

264億円、②5兆円流出ケースで304億円、③13兆円流出ケースでは546億円となった(図表16)。同水準は、メガバンクにおける証券関連業務の国内役務収益と同等ともいえる水準である¹³。

IV. 銀行窓販市場における変化

1. プレゼンスが拡大する地銀

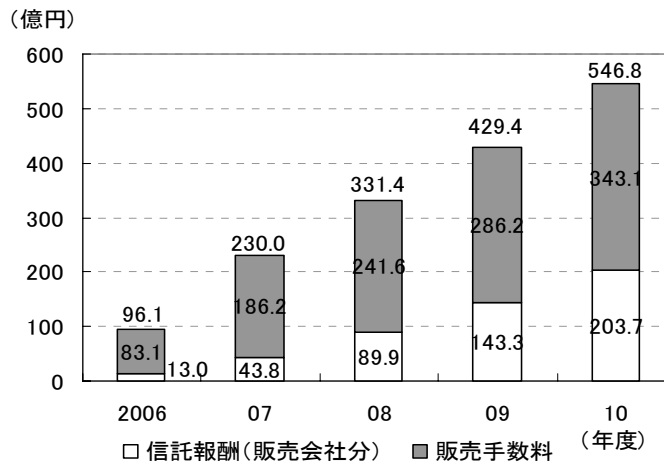
前述のように、郵便貯金からの流出資金は、

家計の金融資産が投資へと向かう中での大きな資金源となってきた。その主要な受け皿は、銀行窓販における投資信託であったといえる。郵便局自らが投信販売を開始したことによりもたらされた同市場における変化は、郵便局の今後を見通す上でも注目されよう。

図表 17 は、銀行及び郵便局の、直近一年間における資金純流入額を、金融商品別に推計したものである。各業態を見ると、郵便局

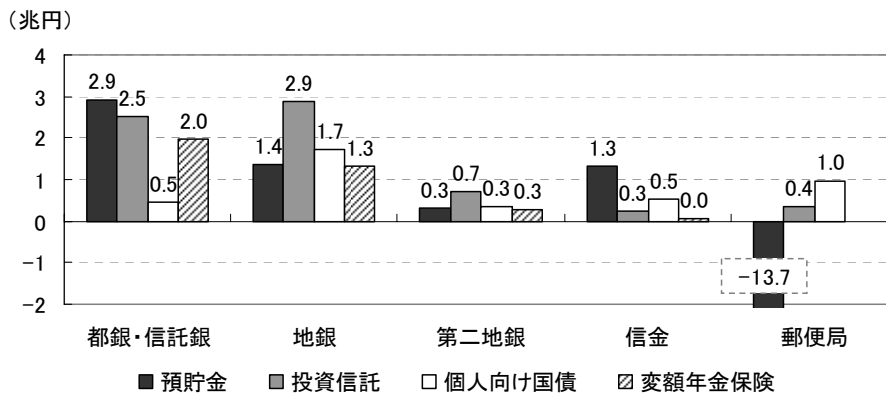
以外では、要求払預金を中心とする預金への流入が 5.9 兆円となっている。そして、投資信託への流入は 6.3 兆円と預金を上回っている。また、投資信託及び個人向け国債の販売においては、都銀・信託銀よりも地銀の販売額が上回っている点も指摘されよう。対照的に都銀・信託銀が投信に加えて注力しているのは変額年金の販売であり、銀行業における 3.6 兆円のうち、2.0 兆円が販売された計算に

図表 16 投資信託関連収益の予測値



(注) 13兆円流出のケース。
(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

図表 17 業態別に見た個人向け商品資金流入動向



(注) 1.郵便局のみ、2005年10月～2006年9月の増減。他の業態は、2005年度中の増減がベース。
2.都銀、地銀、第二地銀の個人預金残高は各行ディスクロージャー誌等を元に作成。一部推計を含む。
3.信託銀行における預金には元本補てん契約のある個人向け信託を含む。
4.投資信託はニッキン投信年金情報を元に、株価変動による影響を除去した推計値。法人保有分を含む。
5.個人向け国債については、財務省資料より推計。
6.変額年金については、金融財政事情研究会資料より。都銀・信託銀、地銀については一部推計を含む。
(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

なる。これらの数字からは、都銀・信託銀が変額年金に力点を置き始めている中、投信窓販において、地銀に軸足が動きつつある様子が窺える。

上記の投資信託における資金フローを細分化し、公募投資信託への純流入額を、四半期ごとに推計したものが図表 18 である。2003 年以降、販売ペースが順調に拡大し続けてきた中で、2004 年の後半あたりを境に、地銀が都銀・信託銀の合計値を上回りつつある点が観測される。2006 年第 2 四半期においては、株安等の環境を背景に若干販売は低迷したものの、第 3 四半期には、近年で最高水準の販売が行われた。また、全体に占める割合は小さいものの、2005 年第 3 四半期以降、第二地銀の販売、信金における販売も、増加している。

このように、近時では地銀、第二地銀、信金といったプレーヤーが、投信窓販における重要性を増しつつある。都銀・信託銀に比較して、郵便局の顧客層と重複しやすい同業態が主戦場となりつつある中で、今後はより郵便局を意識した商品展開が行われていく可能

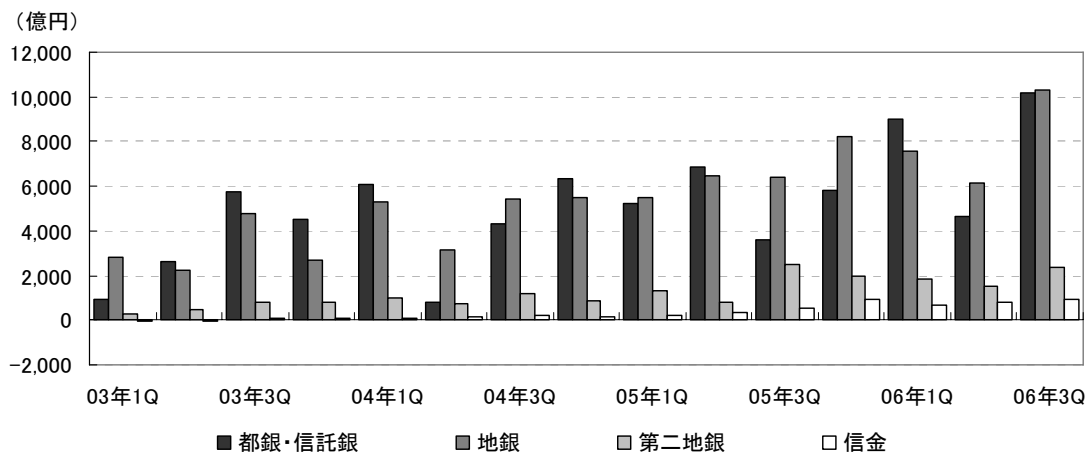
性がある。

既に、これらの反応はニッキン投信年金情報が各金融機関に対して行った郵政公社の投信窓販の影響力に関する調査において表れている。図表 19 は、同調査の 2006 年 3 月末及び 9 月末における調査結果をまとめたものである。販売開始から半年が経った 3 月末時点では、投信販売における日本郵政公社の存在を脅威と捉える金融機関は 20%以内となっていた。しかし、販売額が拡大した 9 月末における調査では、地銀及び信金において、脅威としての認識が高まっているほか、相乗効果を認識する割合も増えている。

2. 窓販チャネルにおける商品選好の変化

郵便局が競合として意識される中で、銀行が販売する投資信託商品の選択における変化も表れ始めている。図表 20 は、銀行及び保険における販売額上位 30 本のファンドを運用タイプ別に分類し、そのシェアを見たものである。2005 年の前半まで、窓販チャネルにおける販売の大半を占めていた外国債券型の割合は、郵便局による販売開始直前の

図表 18 窓販業態別投資信託への資金純流入状況



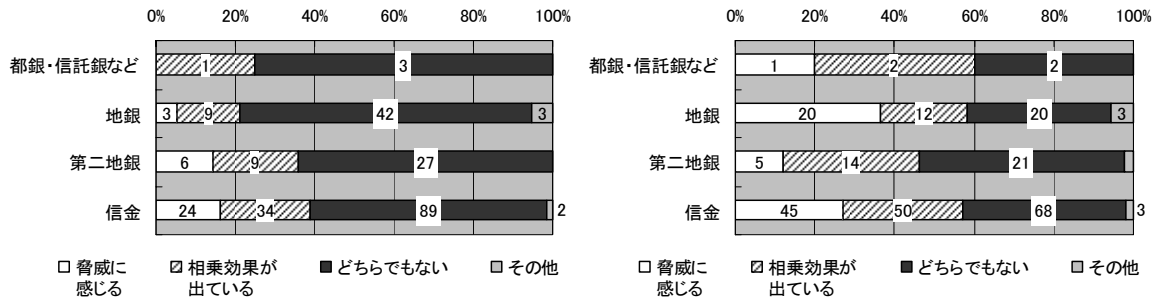
(注) 1.業態別窓販残高をベースに、株式及び為替による残高変動を控除し、純流入額を独自に推計したもの。
2.一部私募も含まれるため、投資信託協会による統計の数値とは一致しない。

(出所) ニッキン投信年金情報ほか各種資料より、野村資本市場研究所作成

図表 19 各業態における郵政公社の投信窓販の捉え方

(1)2006年3月末時点

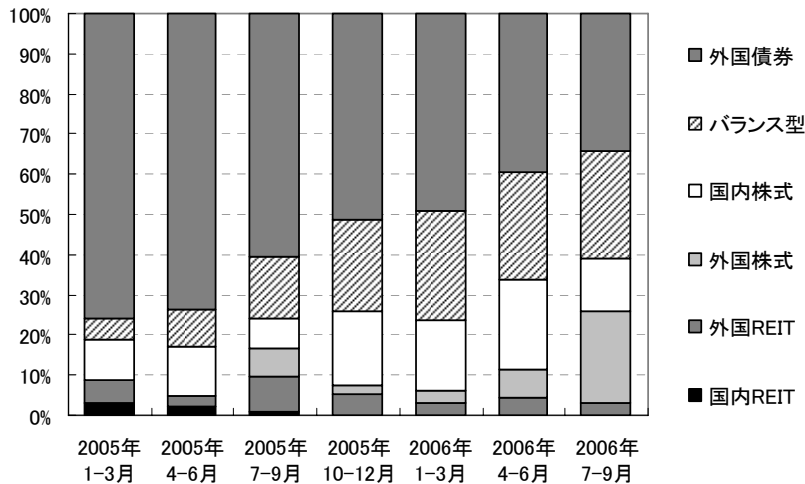
(2)2006年9月末時点



(注) グラフ内の数値は回答機関数。

(出所) ニッキン投信年金情報より野村資本市場研究所作成

図表 20 窓販上位 30 本の運用タイプ別シェア



(注) 1.MMF、MRFを除く。

2.銀行・保険窓販における販売額上位 30 ファンドを分類・合計した割合。

(出所) ニッキン投信年金情報より野村資本市場研究所作成

2005年7～9月期を境として、徐々に低くなりつつある。一方で、シェアを伸ばしているのは、バランス型及び国内株式型であり、直近では外国株式型の存在感も目立っている¹⁴。

これらの変化を説明する、郵便局発といえる要因としては、郵便局におけるバランスファンドを中心とした販売による周知効果、日本郵政公社による販売投信の選考に漏れた商品の窓販経由での販売促進、郵便局との販売戦略上の差別化、の3点が考えられる。

郵便局による周知効果においては、従来か

らバランスファンドそのものは銀行でも提供されてきたものの、それが郵便局でも購入できる基本的な商品であり、かつ同チャネルにおける主力商品となっている、という事実がもたらした広報効果が挙げられよう。厳密に見れば複雑であり、初心者には理解しにくい商品構造を取るバランスファンドであっても、初歩的ともいえる販売チャネルにおいて、分散投資における利便性が強調された上で、積極的に販売されていることが、投資家の安心に繋がっている可能性がある。

選考漏れ商品の販売促進については、2005年に郵政公社の採用に至らなかったバランスファンドを、銀行において販売する戦略に転じた可能性が挙げられる¹⁵。現に、銀行において人気のあるバランスファンドの中では、株式、債券、REITの3資産により運用を行うファンドがその多くを占めてきている。

郵便局との差別化戦略では、より保有資産が大きいと考えられる顧客層を抱える銀行が、郵便局と同一の顧客層を対象とせず、よりリスクの高い株式型の商品の販売に力を入れたことが考えられる。近時において販売が伸びているのは、高配当型の日本株式ファンドであるが、その他にも株価参照型の償還条件を持つ債券ファンド、公益株を中心に運用する外国株式ファンドの販売が拡大している。

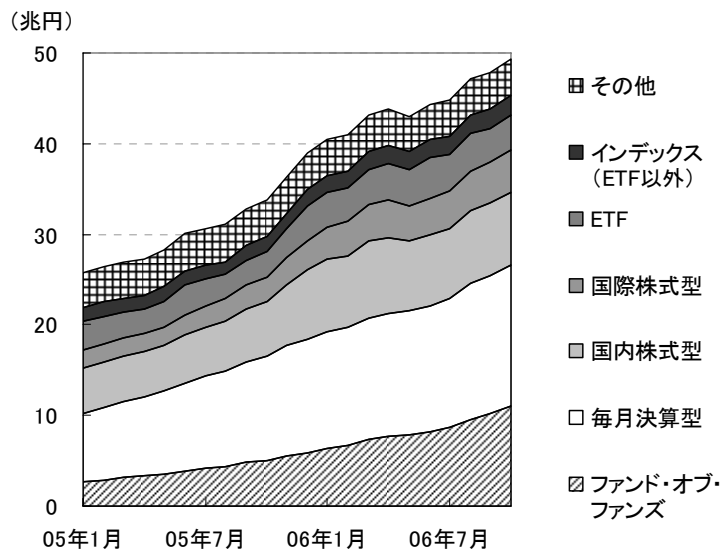
これらの変化をもって、26兆円規模に達した銀行窓販チャンネルにおける顧客の選好の変化や、販売戦略のシフトが生じたと論ずるのは時期尚早であろう。しかし、従来のように、窓販投信を外債型と言い換えることの出来た時期は過ぎつつあり、同チャンネルにおいても商品選好の多様化が進みつつあることは

注目されよう。

商品選好の変化は、証券チャンネルも含めた公募投信全体の統計においても表れ始めている。公募株式投資信託のほとんどを構成する追加型の内訳推移を見ると（図表21）、全体の残高が1.9倍に増加する中で、バランスファンド等を含むファンド・オブ・ファンズに分類される商品¹⁶の残高は2.6兆円から11.1兆円へと、4.2倍に増加している。一方で、外債による運用を中心とする毎月決算型の残高が7.6兆円から15.5兆円と2.0倍となっていることに比べれば、この間における急激なプレゼンス拡大が示されよう。

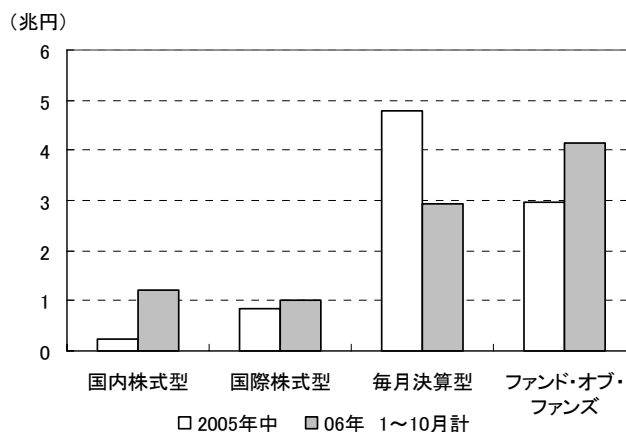
また、分類別の資金純流入額（設定額から解約及び償還額を引いた数値）を見ても、2006年1～10月中の流入額は、国内株式型、国際株式型、ファンド・オブ・ファンズのそれぞれにおいて、2005年中の純流入額を上回る傾向が見られている（図表22）。対照的に、毎月決算型への流入は、投信市場の拡大にもかかわらず、昨年を下回るペースとなりつつある。

図表 21 追加型公募株式投信の残高推移



(出所) 投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成

図表 22 窓販上位 30 本の運用タイプ別シェア



(注) 毎月決算型は主に外国債券ファンドにより構成される。
 (出所) 投資信託協会資料より野村資本市場研究所作成

V. おわりに

本稿では、郵便局がいずれは投資信託販売においてメガバンク並みの残高を有することになると目される中で、銀行窓販においては、拡大の中心が地銀へと移動しつつあり、販売商品も多様化していることを見てきた。

これらの動きは、貯蓄から投資への流れが定着しつつあるとはいえ、金融資産の51.6%を預貯金により保有する家計が、より多くのリスク性資産を保有していくまでの、一つの過渡的な段階といえるのかもしれない。その導入的な商品である投資信託の、更に導入的なチャンネルともいえる銀行窓販市場においても、今後は、より顧客特性に応じた、独自性のある商品展開が行われていくと考えられよう。

郵便局における投資信託販売は、それ自体が民営化後の収益源として注目されるものの、その教育機会の提供も併せ見れば、金融・資本市場の根幹をなす個人投資家にとって、より大きな意義を持つ事業ということが出来る。今後の規模及び商品面での展開を、引き続き見守っていききたい。

- ¹ 開始時の動向については、拙稿「郵便局における投資信託販売の開始」『資本市場クォーターリー』2006年冬号を参照。
- ² 2007年10月1日より、日本郵政公社は持株会社（日本郵政株式会社）と4つの事業会社（郵便局株式会社、郵便事業株式会社、郵便貯金銀行、郵便保険会社）に分社化される。
- ³ 『日本経済新聞』2005年10月23日付13面、『日経ビジネス』2006年10月23日号p34~35記事等を参照。
- ⁴ もっとも、銀行窓販を牽引したのは、外国債券の中でもOECD加盟国の国債に着目したものが中心となっているのに対し、郵便局における外債ファンドは20%をエマージング国に投資している点が異なるといえる。
- ⁵ 全チャンネルにおける公募投資信託の純資産残高合計に対する割合。詳しくは図表21を参照。なお、現状において、外国債券に投資する毎月分配型のファンドは株式投資信託として設定されていることが典型的である。公募株式投資信託に占める割合は30.7%、追加型株式投資信託に占める割合は31.4%となっている。
- ⁶ なお、一件当たり販売金額の算出にあたっては自動積立による影響は除外している。
- ⁷ 2006年6月末現在。日本証券業協会公表資料より。
- ⁸ 販売当初においては、投資信託の販売は全て局員が行っていたが、規模拡大に伴い、非常勤の販売要員として、民間金融機関における販売経験を有する人員の採用が行われている。
- ⁹ 2006年11月15日現在における、各社ウェブサイト上の国内拠点数（出張所、営業所含む）の合計。
- ¹⁰ 『日刊工業新聞』「郵政公社、投資（原文ママ）」

販売の非取扱局でも顧客紹介サービス」2006年11月16日付記事等。

- ¹¹ 定額貯金は、6ヶ月以降自由満期であり、最長10年間同じ金利水準が適用されるため、金利低下局面においては有利なオプションを有する商品といえる。なお、1993年6月に定額貯金金利の決定方式が変更され、①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、②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預け入れは起こりにくいと考えられる。
- ¹² 日本郵政株式会社『日本郵政公社の業務等の承継に関する実施計画の骨格』（平成18年7月31日公表）内における見通し。
- ¹³ 平成17年度決算における各行の国内証券関連業務における役務取引等収益は、三菱東京UFJ銀行が674億円、みずほ銀行が449億円、三井住友銀行が232億円であった。なお、2004年8月27日の日本郵政公社生田総裁講演によれば、当時の内閣官房郵政民営化準備室による試算額として、投資信託等の第三者の商品を郵便局で受託販売することによる利益として1,900億円という数字が挙げられている。
- ¹⁴ なお、ニッキン投信年金情報2006年12月4日号におけるランキングでは、銀行・保険等の販売額上位ファンド（四半期ベース、2006年7-9月期分）において、長らく首位の座にあったグローバル・ソブリン・オープン（毎月決算型、国際投信投資顧問）に代わって、ピクテ・グローバル・インカム株式ファンド（毎月分配型）がトップに立っている。
- ¹⁵ 『日経金融新聞』「六資産ファンド続々——郵貯の窓販に対抗？」2005年11月16日付記事等。
- ¹⁶ ファンド・オブ・ファンズに分類される投資信託のうち、残高の大きい他の商品分類としては、世界高配当株式、グローバルREIT等が挙げられる。