

## 「貯蓄から投資へ」を掛け声倒れにしないために

第一生命経済研究所 特別顧問 山口 公生

### 成功体験や失敗体験に引きずられる個人投資家

わが国のバブル崩壊後の株価の長期低落傾向によって、個人投資家の株式市場における行動は、ほぼ一貫して売り越しとなっている。近年は、株式投資での失敗体験はあっても成功体験に乏しいため、個人投資家自ら株式投資をするインセンティブが働いていないためと思われる。こうした中であって、低金利が続く中、個人金融資産は株式投信や外債投信、変額年金など、さまざまな金融商品に向っていった。丁度、「貯蓄から投資へ」という掛け声が盛んに言われるようになった時期と符合している感じがする。

これは果たして個人の投資家としての立場を尊重して出てきた掛け声といえるだろうか。多くは販売窓口である証券会社や銀行にとっての手数料収入の魅力がなせる業であるとすれば、本当の意味で個人投資家育成にはならないといえるだろう。資本市場育成のためという政策目的やリスクを銀行に過度に集中させずに分散させることが、わが国にとって急務であるとすれば、これを一時的な掛け声だけにとどめるわけにはいかない。投資信託等を通じて、ひとたび損失をこうむった個人投資家は再び、資本市場から去っていく恐れがある。

そのように単なる体験からしか投資判断しないことや、投資は手っ取り早く儲けるためのものとか考えないことでは、いつまでたっても「貯蓄から投資へ」が実現しないことにつながる。このままでは、仮に税制の支援があったとしても根本的な方向付けにはなりにくいと思う。もっと、個人投資家が適切な知識としっかりとした考えを持つようにもっていく必要がある。単にリスクの説明があったかどうか、それについての理解があったかどうか、だけの問題ではない。

ここで「貯蓄から投資へ」の対象となる個人投

資家は、何も考えずにただ預金をするような個人のことである。こうした個人投資家はファンドや機関投資家とは同列に考えてはならない。個人投資家が投資をするには金融商品市場の実態をよく知った上でなければ結局損をこうむってしまうだけになりかねない。政策的な掛け声がマーケットで個人投資家を食い物にしてしまうきっかけとなることだけは是非とも避けるべきである。

### 投資主体ごとに投資行動が異なることへの理解

激しいゼロサムゲーム的要素をもった金融商品市場において、各投資主体はそれぞれ異なった投資行動をとっていることを、十分に理解しておかなければならない。たとえばカリフォルニア大 Lyons教授の研究によれば、1998年10月のきわめて大きな円の対ドル高騰（急速なドル安）の際、ヘッジファンドのようなレバレッジをきかせた（借入れを利用した）足の速い投資家は一ヶ月ほど前からドルを売りとっていた。一方、一般の機関投資家はかなり遅れて行動しており、クラッシュとほぼ連動した動きを示していた。また、実需からドル円を売買してきた事業会社などは相場とは関係なく安定的に取引を行っていた。機関投資家といってもバラバラな投資行動をとっていることを理解しておく必要がある。

このようにマーケットではそれぞれの投資主体がそれぞれの思惑で売買を行い、その結果大きな利益を手にしたたり、逆に大きな損失を抱えたりしているのが現実である。もし仮に、こうした中であって、今日、投資を勧められている個人投資家が個人の乏しい情報で取引に参加すれば、マーケットに大きく翻弄されることになるであろう。

先般も、わが国の公的年金の運用に関し、本当のプロに任せればもっといいパフォーマンスになるのではないかと議論があった。この論理は、

まして情報やスキルを持ち合わせていない個人が投資をやれば、いいパフォーマンスはあげられないといっているようなものではないか。その個人に「貯蓄から投資へ」のシフトを勧めることの危うさをどう考えるべきか。

### 個人投資家はその「持ち味」を生かした投資を

それでは個人も本当のプロに任せればよいではないか、と思う人がいるかもしれない。しかし、ごく一部の超資産家以外は相手にしてくれないのが実情である。しかも、いわゆるプロとみなされているファンドにしても短期で売買を繰り返さざるを得ないケースもあり、必ずしも利益を上げてばかりではない。多くのファンドがあつという間に消え去っていることも知っておく必要がある。然るに個人投資家は貯蓄の代替として投資を考えるのであれば、その「持ち味」、敢えて言えば「優位性」を活かしていくしかないと考える。「優位性」とは、一般的に言って自己資金でかつ長期的視点で取引ができるという点である。短期的に利益を追求するのではなく、長い目で資産運用を図る、あるいは自分の生活設計に基づいてプランを立てる、ということが可能である。すなわち、プロとは違った投資行動がとりうるということである。プロとはけんかしないと云ったら言い過ぎかも知れないが。

その場合、株取引を例にとると、自分が絶対水準として、低いと思うときに買って、高いときが来るまで気長に待つ、そして売るといった、単純なことができることを意味する。これはプロにはない利点ではないか。それを生かせば良いということになる。市場の細かい変動を追いかけて短期的利益を得ようと、プロと同じような心理で投資を続ければ結果は明らかとなる。極端に言えば「個人にはmark-to-marketは必要ない」場合もあるということである。個人に「貯蓄から投資へ」と呼びかけるのであれば、この点を踏まえて勧めていくことが肝要である。

### 金融商品の供給側に期待すること

この観点からすれば、個人投資家に対する税制

も長期保有に配慮する必要があるほか、発行体自身も長期保有の個人株主を大切にす何らかの工夫が必要となろう。現にそうした工夫、取り組みをしている企業も増えてきているようだ。また、アセットマネジメント会社においても、個々の投資家の生活設計など個人の希望に最も合った金融商品を提供していく努力が求められる。証券会社や銀行の窓口で売ってもらいやすいものという観点から投資信託等を組成するのではなく、個人の投資家ならではの要望なりニーズなりを汲んで金融商品を作ってもらいたい。大量退職時代を迎えた団塊の世代の今後の資産運用計画などの本当のニーズをつかんで商品設計に生かせないものか。供給者側の発想ではない運用者側の発想から出てこないものかと期待している。

更に手数料についても、パフォーマンスにかかわらず一定の手数料が毎年かかるというのは個人投資家の側から見れば納得できないものがあると思う。運用成績が予定を上回った時には高い手数料を、しかし下回った時には手数料を取らないか、または減らすといった商品があっても良いのではないか。個人投資家の目線に合わせた商品開発とその分かり易い説明を求めたいと考える。販売窓口となっている証券会社や銀行も手数料稼ぎを第一に考えるのではなく、個人の資産運用を手助けする気持ちで販売に当たってもらいたい。安易な投信等の販売は顧客の不信感を招くことになりかねない。個人投資家は失敗体験にはきわめて敏感だから、二度と手を出さなくなる。

貯蓄と同じ次元で投資を勧めるのであれば、リスクの少ないものリスクの多いもの、変動の少ないもの変動の多いもの、期間の短いもの期間の長いもの、など種々の組み合わせとその相関関係等を提示し、個人のライフサイクルで変化する最適なポートフォリオを勘案しつつ、顧客と苦楽をともにするような気持ちで対応してもらいたい。そうすることで初めて「貯蓄から投資へ」という政策が実現できるのではないか。

そこまで関係者が意識を変えていかなければ、また掛け声だけになる恐れがあると心配している。