

# 10年後のリテール証券業務について

～個人投資家の変化と拡大

平成28年4月4日

株式会社資本市場研究所きずな



## 過去10年間の変化について

今後の10年、個人投資家に対する証券業務はどの様に変化するだろうか。そのことを考える為に、先ずこの10年間に起きた変化を見直してみたい。

株式の時価総額に対する個人の保有比率に関しては、概ね2割前後で推移していたが2012年末からのアベノミクス相場で、株価が大きく上昇したことや、2014年末で譲渡益課税の軽減措置が撤廃され、ここ3年間は個人が大きく株式を売り越している。その為、2014年度末(2015年3月末)は、17.3%まで低下しているが、最近数ヵ月の下落相場においては、再び買い越しに転じている。

投資信託は、個人の投資分野で大きく成長した金融商品だが、証券会社のみならず金融機関での窓口販売が解禁(金融機関1998年12月、郵便局2005年10月)されたことで、公募の株式投信の残高はこの10年間で55兆円(内、外貨資産への投資は27兆円)から81兆円(同、29兆円)まで増加している。また、上場不動産投信のJ-REITや、上場。

投信のETFも大きく成長しているが、個人の保有比率は時価総額ベースでそれぞれ10%程度となっている。

この様な変化の影響で、リテール証券会社における収益構造も大きく変化して、株式関係収益より投信関連収益が占める割合が大きくなる傾向が強まった。2015年3月期における主要リテール証券20社(野村、大和、みずほはリテール部門のみ)の純営業収益に占める株式委託手数料の割合は19.2%に留まるが、販売と残高報酬を合わせた投信関連収益は29.9%となった。

一方、個人の海外投資に関してみると大きく増加しているイメージが強い。確かに、外国債券を扱う証券会社や金融機関が増加して、個人投資家が外国債券情報に触れることが以前よりも多くなった。また、外国株式を取り扱う証券会社も増え、米国株投資なども目立っている。ただし、外貨預金を含めた個人の外貨資産残高は、下図の日銀資金循環統計によると、この10年間で個人金融資産の伸びと同じ程度(いずれも資産全体の2.5%程度)にしか増えていない。最近では、外貨預金から外国株・外国債券など

リスク資産にシフトしているようだ。

また、個人のデリバティブ取引については、株価や商品関係の先物取引やオプション取引はそれほど大きく伸びていないが、FX取引に関してみると店頭FX取引では月間100～200兆円の取引金額だったものが、最近では400～500兆円まで大きく伸びていて、FX取引が大手ネット証券の大きな収益源にも成長している。

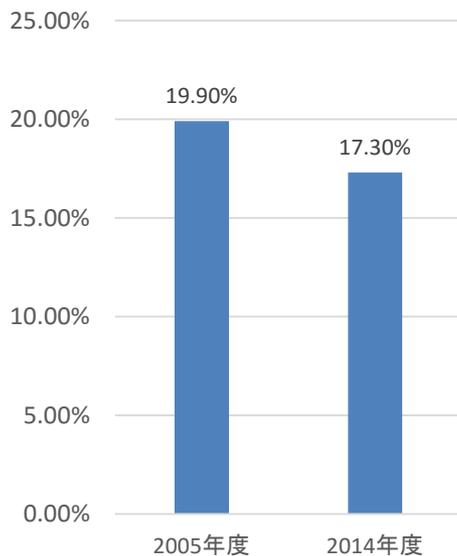
個人の投資チャネルとしてのインターネット利用も進んでおり、インターネット口座数は10年間で約倍増の2,166万口座となっている。対面営業の証券会社にとっても、投資情報の取得や顧客資産管理においては利用が進んでおり、営業現場での効率化などに役立っている。

なお、政策的にはNISA(少額非課税投資)の一般個人への拡大などを踏まえ、証券会社や金融機関などの投資信託などの金融商品に対する勧誘活動に対して、適合性の原則や説明責任など厳格化する傾向が強まっている。例えばデリバティブに類した商品を販売する場合や、

高齢者への投信販売においては、個人の投資目的に沿ったものかの確認作業が、営業現場では厳格化されている。

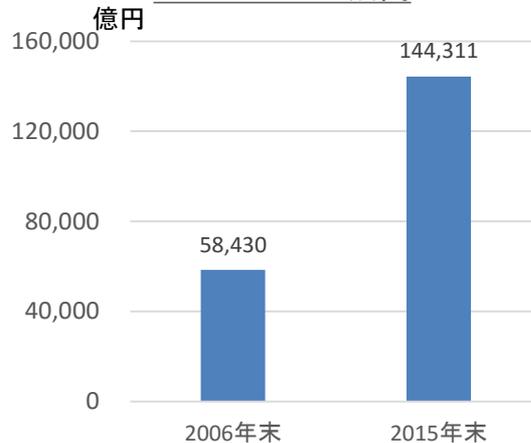
# 個人投資家10年間の変化

個人の株式保有比率

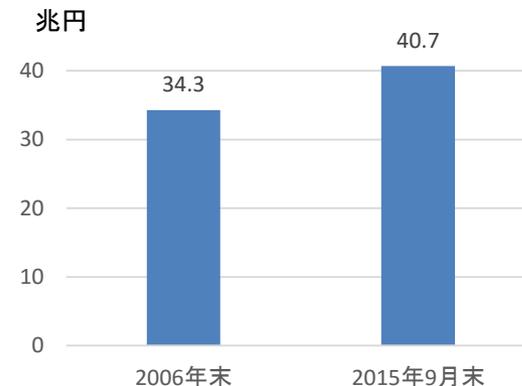


※株式分布(全取引所時価総額ベース)

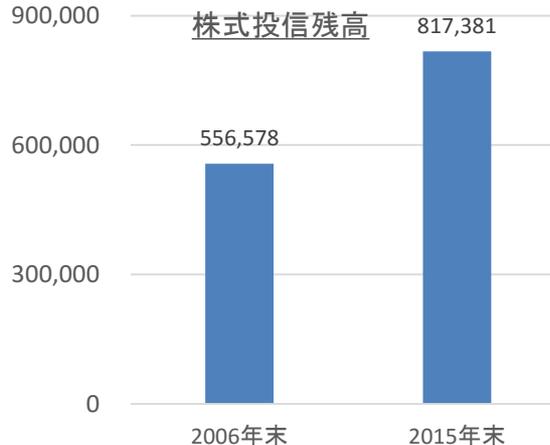
J-REIT残高



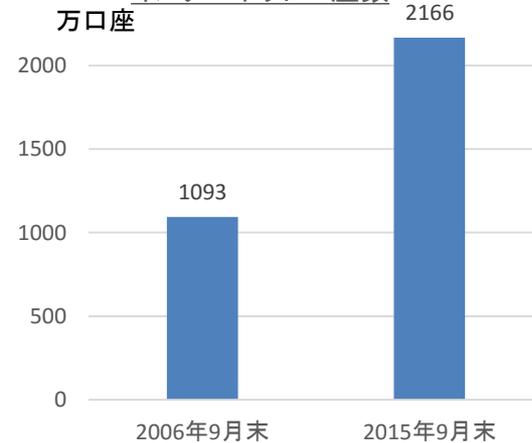
個人の外貨資産



億円



※日銀資金循環統計より  
インターネット口座数



※投信協会統計資料より

※証券業協会



## 政策と税制の向かう先

個人の投資に最も影響が大きいのが、税制を中心とする政策だが、今後の10年も“貯蓄から投資”政策は継承されるだろう。例えば、約1700兆円の個人金融の過半数(日銀資金循環統計2015年6月末、52.7%)が現預金という状況は、この10年間で大きな変化はなかった。よく欧米と比較される個人の投資資産(株式・投信・債券など)の割合は16.6%で、近年は増加傾向にあるものの米国の51.7%やEUの29.8%には遠く及ばない。その為、個人の資産形成に投資を利用しやすい税制改革が進むと予想されるが、NISA(少額非課税投資制度)や確定拠出年金制度は、それぞれ拡充されるだろう。

例えばNISAの制度恒久化(現在は、2023年まで)、口座開設期間の延長(現在の5年から10年へ)、非課税口座の再投資利用などの制度強化が期待されている。また確定拠出年金制度についても、月額の出金限度枠の拡大、中途解約の柔軟化(中小企業向け)、年金資産の持ち運び(ポータビリティ)の拡充、個人型への加入範囲拡大・拡充への取組みが予想される。

一方、少子高齢化の進展によって世代間の金融資産移転策も強化されるようになっているが、投資に関してもジュニアNISA制度がその役割を果たしている。教育資金贈与信託も、投資に利用できないことはないが、資金用途が限定されるので、ジュニアNISAの利用拡大による世代間金融資産移転の促進が期待されており、更に成人した子供たちが新たな投資家となるという期待シナリオもある。

なお、新規・成長企業への個人によるリスクマネー供給策として投資型クラウドファンディングが制度整備(2015年6月)されているが、株式型ではまだ実績がない。これは、1投資家当たりの投資金額(50万円以下)と投資総額(1億円未満)が制限されている割に、自主規制ルールが比較的厳格に制度設計されているためクラウドファンディング業者の新規参入障壁が高いように思われる。この部分も社会的責任投資の一環として既存業者などの新たな取組みに期待したいが、富裕層や企業経営者などを対象としたエンジェル税制の拡充の方が、新規企業へのリスクマネー供給機能では効果的かもしれない。

個人の投資に関する税制全般については、金融所得

課税一体化が進むことが予想されるが、今年から始まった株式や投信と債券に係る投資損益の通算に加え、デリバティブの損益も通算されるだろう。個人の投資促進の為に、今後損益通算期間（現在、3年間）の長期化や、個人が株式などを長期保有した場合の譲渡益課税軽減措置なども考えられる。

一方、税制以外での行政の動きについて考えてみたいが、2007年9月末に金融商品取引法が施行されて9年が経過している。同法制定で個人投資家に影響が大きかった部分は、見なし有価証券の規定と、それを扱うファンド業者（第二種金融商品取引業）の制度だろう。これにより、不動産や事業のファンド化（有価証券化）が進み、個人は比較的容易にこれらの投資に参加することが出来るようになった。社会的インフラファンドや地域インフラファンドなど、今後もこの動きは個人に広がっていくだろう。既存の証券会社やFX業者など不特定多数相手の個人に金融商品を販売するものは、第一種金融商品取引業者となったが、ここ数年は、個人に対する販売態勢の厳格化が求められている。

例えば、高齢者への投信販売における勧誘ルールやFX取引におけるレバレッジ規制などが上げられる。また、投資運用業は投資信託の増加や個別ファンドの組成も増えて、金融商品取引業の中では最も成長しているが、海外の運用業者との競争などにも打ち勝っていくことが可能となる運用体制の強化が求められる一方、運用効率化の為に投資信託の統廃合が容易となる制度改正も行われていて、投資運用業の成長は今後10年も続くと思われる。投資助言・代理業についてみれば、個人がこれを行うファイナンシャル・プランナーの様な単独での助言業務は、個人投資家相手のビジネスとして拡大していると言いきい状況だが、投資運用業と一体化してラップ口座などの投資一任契約を取次ぐ業務としては伸びており、また証券会社などにおいても投資助言的サービスを個人に提供する部分は増えている。今後は、個人投資家層の拡大に伴って、個人の投資目的別に助言活動を行うことや、投資教育的な活動を業務として行っていくことなど金融商品取引業者として拡大していく可能性もある。

# 個人の投資に係る税制と行政の方向性

## 個人投資に関する行政の方向性

勧誘活動の厳格化

第一種金融  
商品取引業

社会的インフラファ  
ンド増加へ

第二種金融  
商品取引業

運用力の強化と運  
用効率化へ

投資運用業

助言機能及び活動  
の強化

投資助言・代理

“貯蓄から  
投資へ”政  
策の一層の  
推進

投資による  
資産形成

個人投資の  
促進

世代間  
資産移転

## 税制措置

NISAの恒久化と拡充

確定拠出年金制度の  
拡充

金融所得課税  
一体化

エンジェル  
税制拡充

ジュニアNISA

## 10年後に、個人の投資環境はどう変わるか

10年後に、個人の投資環境がどう変わるかについて、推測を試みたいが、次の3つの局面からの個人の投資環境の変化について見ていきたい。

### 【更なるネット利用の進化】

スマートフォンの普及によって、インターネット環境は個人の身近になっている。いつでも、どこでも、インターネットを利用して情報にアクセスすることが可能となっているが、一方ではパソコンを利用した場合と異なり情報量が制限される。その為、個人向け投資情報の提供は2極化しそうだ。ひとつは情報の迅速性を重視したもので、不特定多数の個人を想定した投資情報の供給と、ネット上での取引や情報取得プロセスを簡略化したもの。もう一つは、多様な個人の投資ニーズに効率よく応える為に、SNSなどを利用して必要な情報をカスタマイズ化して提供するもの。富裕層などへの附属サービス提供(例えば相続対策や資産管理業務など)も、対面営業のコンサルタントとの相乗効果を目指して情報提供の在り方が多様化してくものと見られる。

一方、個人を対象とした募集(金融商品の販売)活動についても、今までの対面営業中心の世界からネット上での募集の比率が増加していく可能性がある。これは、ネット証券などのWeb上での投信募集活動だけではなく、ロボアドバイザーなどのAI(人工知能)を利用した投資助言活動が投信販売に繋がるケースも増えそうだ。また、昨年から制度開始された電子募集業務においては、当初は対面営業力のないファンド業者が組成する私募の不動産ファンドや事業ファンドなどに利用されそうだが、今後Web上での実質的な募集活動が、公募の投信や債券・株式などにも広まっていく可能性もある。

### 【投資対象の拡大】

日本株に対する個人の保有比率は、ここ3年で約3%程度低下し17%台となっているが、これは長期の株価上昇と税制変更が重なった為と見られる。ここ30年程度では、概ね2割程度で安定して推移していた。今後10年で見ると、上場企業側の配当などの株主還元策強化や、コーポレートガバナンス改革などで日本株に対する信頼度が増すと予想され、日本経済復活とともに日本株投資が個人の投資ニーズの中心となることに期待したい。ただし、

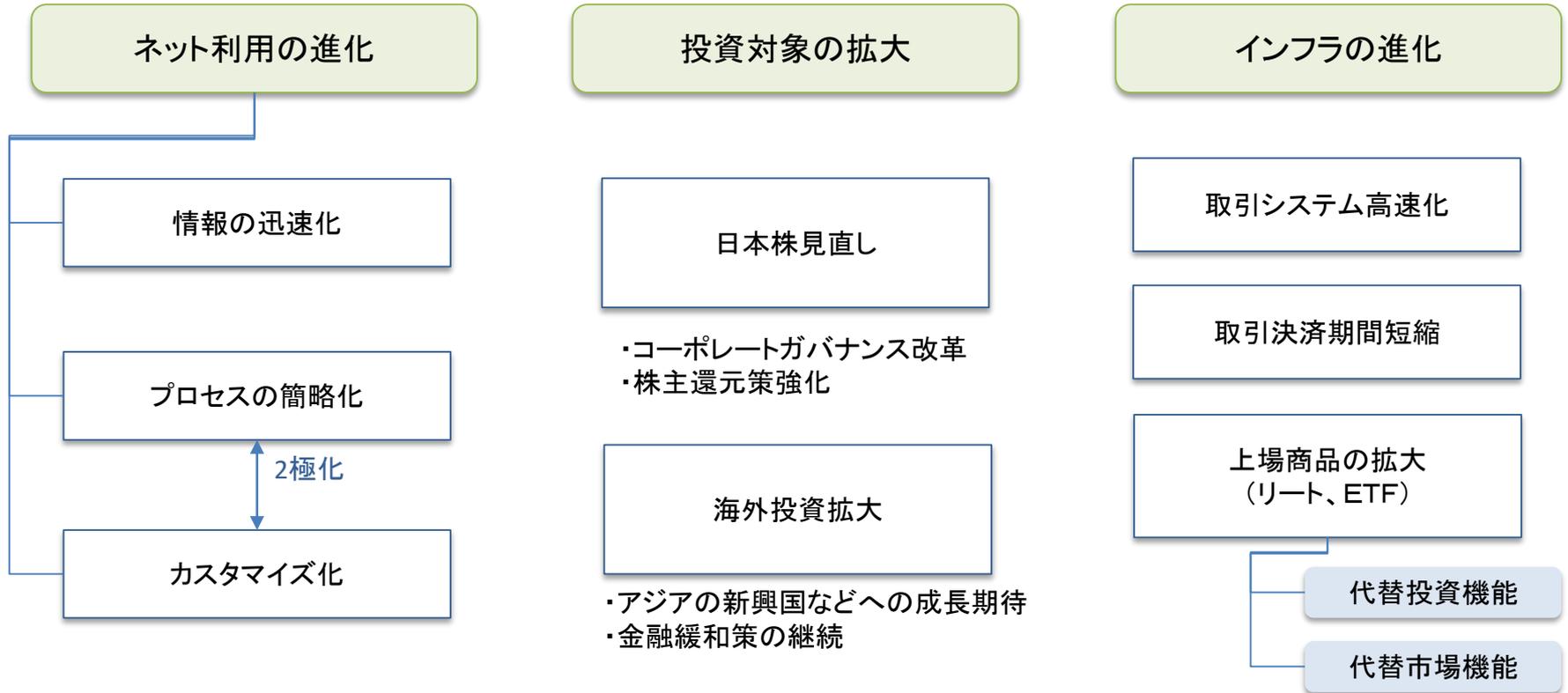
個人の金融資産全体からみると外貨資産の拡大余地が大きい。現在は全体の2.5%が、今後10年間で5%になれば、新たに40兆円の資金が海外投資に流れる。年間では4兆円ベースとなるが、米国などの先進国への投資から、成長性の高いアジアの新興国投資に拡大していく可能性が高い。

#### 【市場や投資インフラの進化】

市場や取引システムの進化について、先ず高速化や取引決済期間の短縮は進むだろう。この事は取引の効率化に繋がるが、個人投資家層にもその恩恵は及び個人のトレーディング機能も拡充していこう。ただし、プロップハウスやヘッジファンドなどが利用するHFT(高頻度取引)に対する金融当局の監視機能は強まっていくことが予想される。また、一般の個人投資家も取引参加が容易な取引所上場商品の多様化は進むだろう。既にREITでは、ヘルスケア・リートからインフラファンドまで投資対象が広がっているし、ETFの上場商品も市場での投資テーマに合わせて増加している。これらは、本来、不動産や海外金融資産など個人が直接投資しにくいものへの“代替投資”機能を有している。

個人投資家にとっての取引所の進化は、この代替投資機能と代替市場機能(海外市場などの代わりに)に大きなメリットが生じるだろうが、問題はこの2つの代替機能を市場仲介者である証券会社が効率良く利用していけるかということに帰結するだろう。

# 10年後の個人の投資環境



## リテール証券業のトレンドと新たな方向性

個人のネット利用の進展に合わせて、日本株トレーディングやFX取引など個人の市場取引の相当の部分がネット取引へ移行したので、リテール証券の対面営業においては必然的に金融商品の募集活動に注力してきた。投資信託がその中心となり、外国債券に拡がっていったが、個人のトレーディングで起きたネット化対応が、証券会社の募集活動においても今後10年間で起き得るかということが、リテール証券業の中心テーマになりそうだ。

結論から言うと、金融商品の募集活動のネット化は部分的に進む可能性がありそうだが、その勝者は必ずしもネット証券とは限らない。先ず、投資信託のネット販売の進展については、今証券会社や金融機関の店頭で募集している部分が、大きくネットに代わっていくことは起きないだろう。この部分で募集のネット化が進むのは、NISAなどで新しく投資家となる個人層（資産形成層）による継続少額投資と、ロボアドバイザーなど投資助言行為とセットになっている投信の募集で、徐々に拡大が期待される。なお、この部分は既存のリテール証券会社や金融機関も

対応を強めるだろうし、職場NISAなどで企業が従業員の資産形成に係るケースが増えてくる中、証券会社などによる職域営業的な法人営業活動の中で、一括した顧客化が図られる。つまり、この分野において、既存のリテール証券会社のネット化対応が進む可能性もある。

また、前章で紹介した私募ファンドの電子募集についてみると、営業チャネルが限られていたり販売力のないファンド業者が、この方法を利用してくると予想されるが、社会性のある事業分野でのファンドであれば、ある程度の拡大は見込めそうだ。このことが、公募ファンドなどを組成する投資運用会社の、ネットでの直接販売を積極化させていくことを促すだろう。

一方、リテール証券の対面営業においては、既存の投資家層（資産運用層）に対して、今までの金融商品の販売主体の営業から顧客資産管理型へ、個人営業の中心にある舵が切られそうだ。最近では、ラップ口座販売に注力する証券会社が増えているが、営業のフロントで求められていることは顧客資産の管理に対する投資助言的対応が中心になってきている。この為、社内外を含めて、個人の資産

ような募集行為まで進んでいるケースは殆どない。しかし、この実質的な電子募集業務に関心を示す第二種業者や投資運用業者は増えてきている。

運用層に対しては、営業活動の分業化が進んでおり、対顧客に直接接する部分においても、今後は社内外の専門家の活用が進むことが予想されている。企業グループ内に、投資運用会社や投資助言業を持たない中堅以下のリテール証券にとっては、この本業部分では他社との業務提携が一層増えていくものと見られる。

次に、個人のトレーダー層との取引が収益の中核となっているネット証券の動向を予想したいが、デイトレーダーやFX取引のヘビーユーザーの獲得競争は続きそうだ。これら個人の得意客層に対する取引での信用供与や貸株機能の強化など、かつて投資銀行がヘッジファンドなどプロの運用者に提供していたサービスに類したものが提供強化されることを予想する。個人トレーダー層から見ると、FX取引や日本株の取引コストは十分に下がっているので、今後は海外株式や債券などでのトレーディングが容易となるCFD(差金決済取引)などが復活してくる可能性もある。ただし、その課題はシステムコストと取引仲介収益の

バランスで、新しいフィンテック的な動きがあれば現状を打破できるかも知れない。

最後に、リテール証券業に関して新しい業態が生まれてくる可能性があるかについてコメントしたい。リテール証券におけるネット化の進展は上述したとおりだが、その中で電子募集に関するプラットフォーム的なものが出来ても良いと考える。既存の公募商品に及ぶかは別にして、現状のクラウドファンディング的要素を取り込んだ社会支援ファンドのプラットフォームのイメージだ。もう一つは、現在NPOや公的組織で行っている投資教育について、企業を通じた従業員向けや実際投資を始める若年層に対して今後の社会的ニーズが高まることが予想されるので、他の金融商品取引業者と組んで行うビジネスとして成り立っていくことに期待したい。

# 10年後のリテール証券業

