



国際投信投資顧問株式会社 取締役社長

# 駒形 康吉氏

# 語

Kokichi Komagata

金融

## こまがた こうきち

Profile

1975年 東京銀行（現三菱東京UFJ銀行）入行。2000年東京三菱インターナショナル社長を経て、2002年東京三菱銀行執行役員、三菱セキュリティーズインターナショナル社長。2004年三菱証券（現三菱UFJモルガン・スタンレー証券）の常務執行役員に就任。2009年6月、国際投信投資顧問株式会社取締役副社長を経て、2010年6月より現職。

国際投信投資顧問が運用する通称グロソブは、日本で最大規模の投資信託になって9年が経過する。とかく新規ファンドに投資されがちな中で、ロングセラーを続けている。それ

## Financial Information Technology Focus

### 投資信託の可能性

**堀江** 公募投信の純資産総額は、2010年11月末で約63兆円です。10年位前の水準とあまり変わりません。過去のビッグバンで、「貯蓄から投資へ」という流れがあり、長期の資産形成の一つの柱として投資信託が期待されたのですが、いまだ柱になっているとは言えません。

**駒形** 1,400兆円強の個人金融資産の中で、投信の残高シェアは、4%前後です。高くなった時でも5%くらいです。そういう状況がずっと続いていることは、投資信託が世の中に定着していないと、言わざるを得ません。

これは、投信業界の責任でもあるし、金融業界全体がもしもせし、もっと国民的な話なのかもしれません。しかし、もっと必要とされるべきものではないかと思えます。

**堀江** 増えない原因は何だと思いま

すか。

過去10年を振り返ると、投信に預けたお金が増えていないという状況があります。

**駒形** 相場のせいにする気はありませんが、結果的に投資環境は大変大きな要素であったと思います。

「貯蓄から投資へ」といった場合、その中心にあるのは株です。個人が株式を購入する。企業は調達した資金で事業拡大を図る。それによって、株価の価値があがって、投資家である個人が運用益を享受する。投資することについて、そういう循環のイメージがあったと思うのですが、ここ10年、20年は日本の株価が下がってしまった。結果として、預金だけしていた人が傷を負わずに済んだため、株式投資から遠のいてしまったということだと思います。

**堀江** 私は、個人投資家のお金を株式市場に入れて、活性化しようという考え方があまり好きではありません。もともと日本企業全体がキャッ

シュフローを生み出していないことが大きな問題なのであって、そこに個人のお金を入れて株価を上げようという発想自体が間違っていると思うんです。

**駒形** 同感です。

一方で、視野をもう少し広げて、世界全体を見てみると、資金を投入していればリターンを得られたところはあったと言えます。そういう意味でいうと、運用会社が果たすべき役割はたくさんあると考えています。

**堀江** それは、国際的な投資でお客様に対してサービスしていくということですか？

**駒形** その通りです。もちろん日本株の中にもいいものはあります。しかし、ユニバースが小さ過ぎます。

資産運用会社は、運用のプロとしてよいと考えるものを提供するわけですが、お客様は、夢、楽しみ、面白さ、期待という気持ちも一緒に買うわけです。ですので、そういうものが提供できないと受け入れてもら

# らう 堀江 貞之

Sadayuki Horie



でも、個人の資産形成において投資信託はまだ役割を担いきれていないと語るのが、取締役社長の駒形氏だ。これからの投資信託に必要なのは何であろうか。

## ほりえ さだゆき

## Profile

1981年 野村総合研究所入社。「NRI債券パフォーマンス指数」(現NOMURA-BPI)の開発に従事。86年から88年にかけてNRIアメリカに出向し、オプション・モデル/ターム・ストラクチャー・モデルを開発。96年~2001年野村アセットマネジメントに出向。現在、AIMAジャパン調査委員長のほか、大阪経済大学経営情報研究科大学院非常勤講師。

えないと思います。

**堀江** 今、御社のグロソブ(グローバル・ソブリン・オープン)は、海外の金利と為替の2つをリターンの源泉にして、長期の資産形成をしていこうという考えに基づいています。長期投資に分散は欠くことのできない要素ですよ。

**駒形** 今の風潮は単一国とか単一分野という考え方が多いです。それはそれで商品性が単純でよい部分はありますが、長い目で見ると、分散投資の視点は欠かせません。グロソブは、先進国という固まりですが、今後「アジア」という固まりが、世界のエンジンとして動いてくるだろうと思います。

それなりの分散をさせながら、でも大きな固まりの成長性を提供するようなものがいいと思います。

また、世界経済の動きの中で、コモディティというアセットクラスの商品もいずれ提供していく必要があると考えています。

## Financial Information Technology Focus

### 国際分散投資に必要な運用力

**堀江** アジアとなると、自社だけでできる部分は限られており、ほかの会社のサポートが必要になると思います。プロダクトの組成の部分で、どこまでを自社で行って、どこから外部の力を借りてやるのか、その辺はどんなお考えですか。

**駒形** グロソブは、グローバル展開をしている運用会社からの助言を参考にしながら、最終的な投資判断は、当社が行っています。

この十数年の間にグロソブのおかげで、国際投信の運用力、特に債券の運用力は格段に伸びたと思っています。私たちは直接、欧米の発行体に行ってお話をお聞きします。3兆円を超える規模の投資家の代表として行くわけですから、もちろんインサイダー情報はないけれども、非常に手厚くいろいろな情報や考え方を聞くことができます。

また、投資家を代表して「なぜソ

ブリンリスクといわれるようなことをするのか？」といった苦言も呈します。こういう活動を通じて、運用力、情報収集力はかなり高くなったと思います。

ですので、債券、特にソブリン系については、アジアや他のエマージング国も含めて、自社で大体カバーできる、と考えています。実際、エマージング国の方々から、「是非、話をしたい」とか、「今度、ファンドをつくりませんか」とか、色々と話ができる環境にあります。この辺の広がりや運用力につながっていると思います。

アジアに投資するファンドについては、シンガポールの運用会社から助言を受けていますが、既に投資対象の半分は自社で調査可能になっています。

国際投信では、少くともアジアに投資するファンドは自社で対応できるように運用力を強化したいと考えています。

**堀江** 債券について、発行体とのコネクションをかなり強く、密接に持



## 資産運用ビジネスは、基本的には透明性とコストパフォーマンスです。

てるようになった、ということですが、今後も債券が主流の商品になるというお考えですか。

**駒形** そう思っています。特に国際分散投資においては、債券に強い運用会社という評価をより高めたいと思っています。

**堀江** 事業債といったクレジットリスクのある債券はいかがですか？

**駒形** まずは、欧米において一日の長がある運用会社と協力関係を持って、運用力を高めたいと考えています。

運用会社は慈善事業ではありませんので、事業として回ることが大事です。コストをはじめいろいろなことが絡んできますから、そこをよく見ながら、われわれの強いところを効率よく伸ばしていきたいです。

**堀江** 外債、外株への投資の際、為替の問題は避けて通れません。運用会社として、ある程度ダイナミックにコントロールして、それを付加価値の源泉として考えるのでしょうか？あるいは、長い目でみると、難しいとお考えになりますか？

**駒形** これは、会社としてはなかなか一つの答えは出しにくいところです。ただ、グロソブの場合は、為替のオーバーレイをやっているわけではありません。全体の中で為替を非常に影響力の大きいファクターとして見ているので、「全くわからな

い」あるいは「ニュートラル」ということはあり得ません。

今は円高、円安という議論ではなく、ドルと円の関係、ドルとユーロの関係、ドルと他通貨の関係といういろいろな要素が入ってくるので、それはそれなりには見ていなければいけません。ただし、いわゆる為替トレードのように、短期売買ということはありません。毎日のようにポートフォリオを大きく変えるわけではありません。グロソブのような投資信託の場合には、長期投資を前提として、商品設計がなされているものが大半です。グロソブは、少し長い目で、しかし、為替トレンドを十分に考えながらやっています。

また、ファンドの性格によってだいぶ違うと思います。為替にフォーカスしたファンドをつくってもいいとは思いますが、それはそれとして、明確にちゃんと意図して、お客様にお示しながらやるべきだと思います。お客様にどんな投資環境でどんな投資成果が期待できるのかをきちんと説明していくことが、投資信託が資産運用手段として根付いていくことに必要だと考えています。

Financial Information Technology Focus

### 投資信託の役割

**堀江** 団塊の世代の退職時期と重

なっているにも関わらず、5年前に比べると、ここ3~4年は、投資信託への資金流入が減っています。相場の回復を待つ資金が、大きなマグマとなって待機していると思います。これらの資金は、高分配の投資信託ではない商品を望んでいると思うんです。

年金基金の資産運用を見ていると、洗練度の高い年金基金ほど徹底した分散投資をして、安定的なリターンをあげています。王道にのっかって、ありとあらゆるリターン源泉に分散しているところが、過去



10年を見ていると、うまくいっている機関投資家の条件です。

そうすると、投資信託もそうなのかな、と思うんです。しかし、そういうオーソドックスな投資信託が出てくるようにも見えません。

**駒形** 新しい商品の「新しい」には、2つの側面があると思います。1つは、アセットクラスとしての商品です。もう1つは、スキームというか、ものづくり方という意味での商品です。

毎月分配型のグロソブが受け入れられているのは、年金の補完として

考えていただいている面が大きいと思います。年金制度が充実していたり、預貯金の金利が高い状態なら、グロソブはそれほど売れなかったのではないかと思います。ですので、民間が年金に変わるような金融商品を提供していくのは、これからは更に重要になってくると思います。

今、銀行では、同じ営業員が、保険を売ったり、投資信託を売ったりしています。その中で、保険の販売のほうが多いようです。

なぜ投資信託ではないのか。様々な要因があるにしろ、個人の方々が



一体何を求めているのかについて、運用会社は分析しきれていないのではないかと、という気はしています。

**堀江** そうすると、ちょっと踏み込んだ年金保険みたいな、保険の機能をもつ投資信託も候補になるでしょうか？

**駒形** 十分あり得ると思います。

Financial Information Technology Focus

運用会社の  
コストパフォーマンス

**堀江** 御社は、収益性が高いですが、業界全体として見ると、低収益

の傾向があります。収入自体は、6～7年前と比較して倍近くになっている運用会社が多いのですが、利益率は決して高くありません。これは、コストのコントロールに大きな問題があるのではないかと考えています。

**駒形** 資産運用ビジネスは、基本的には透明性とコストパフォーマンスだと思っています。

個人投資家の方々には、投資信託の中身を分かっていたいただくことが安心感につながり、それが信頼感につながります。そういう意味を含めて透明性は非常に大事な要素です。それらをすべて人がフォローするわけにはいきませんので、透明性を維持できるレベルのインフラが必要です。

コストパフォーマンスですが、適正な利益を上げる商品を提供できなければ、継続して良い商品をつくり続けることはできません。適正な利潤をいただきながら適正なリターンをお返すするというのは、大変大事なことです。

この2つをもって、いい商品のベースとなるものができます。あとは、そこにストーリーがくるのか夢がくるのかということだと思います。

そういうものを求めるためには、自分たちでもう一度見直して、無駄なことをやっていないか、もっと構造的にコストを減らせるのではないかと、そういった確認を継続的に行うことが必要だと思います。

**堀江** 手数料についてはいかがでしょうか？

**駒形** 堀江さんと意見を異にするかもしれませんが、日本の投資信託の手数料は高くはないと考えています。

**堀江** どの部分の手数料ですか。

**駒形** ファイナンシャル・アドバイザーに対するインセンティブです。

**堀江** その分は、代行手数料という形で、運用会社の信託報酬と同じぐらいの手数料が入りますよね？ それでも低いということですか。

**駒形** 短期売買にしてはインセンティブは大き過ぎると思います。しかし、長期保有の商品を勧める人から見ると、手数料が低いんです。

欧米において投資信託が日本より普及しているのは、適正な収益をある程度確保できているからだと思います。日本の金融機関は、販売手数料が収益源になっている。代行手数料では生き延びられない状況だと思います。

代行手数料が手厚ければ、顧客に回転売買を促すインセンティブが働かなくなると思います。

**堀江** 欧米では、独立のファイナンシャル・アドバイザーがいて、彼らが顧客の利益を考えながらコントロールしています。日本にも、そういう機能が定着すると、より資産運用ビジネスも拡大するようになっています。そのためには、代行手数料を見直す必要がありそうですね。それは、気づいていなかった視点です。

本日は、長時間にわたりありがとうございました。（文中敬称略）

