

投資信託と金融システム*

北原 徹

経済学**

(1998年8月31日受理)

はじめに

本稿では、近年の投資信託の発展の状況、その背景と意義について金融システムとの関連で考察する。特に、全体としての金融システムが果たす機能の中での投資信託の役割という観点から、投信発展の要因や意義を分析し、さらにはそうした動きがどのように金融システムを変容させているかを考えていきたい。大きな問題意識としては、近年の金融システムの進化の様相を明らかにしたいのであるが、その問題への1つのアプローチとして、投資信託の発展という視角から考察してみようということである。ただし本稿の内容は、全体としての状況や問題の所在を大まかにスケッチしたという性格のものであり、今後の研究のためのステップとしてまとめたものである。

1. アメリカにおける投資信託発展の状況

日本版ビッグ・バンの中で投資信託に対する期待が高まっているが、現状では日本の投資信託はバブル崩壊後の低迷を未だ脱却できない状態である。これに対してアメリカでは、1970年代末以降投資信託は急速に拡大してきており、家計の金融資産として、また主要な金融市場への資金提供者として無くてはならないものとなってきている。本稿では、投資信託が最も発達しているアメリカを素材として、投資信託の発展の要因・意義を金融システムとの関連で考察していくことにしよう。

アメリカの投資信託の純資産残高の推移(単位：億ドル)

年末	株式 ファンド	債券・イン カムファンド	MMF	純資産残高
1975	375	47	37	495
76	392	84	37	513
77	340	110	39	489
78	327	123	109	559
79	359	131	455	945
80	444	140	764	1,348
81	412	140	1,862	2,414
82	537	232	2,198	2,967
83	770	366	1,793	2,929
84	831	540	2,335	3,706
85	1,169	1,348	2,438	4,955
86	1,615	2,626	2,921	7,162
87	1,807	2,713	3,161	7,699
88	1,948	2,775	3,380	8,103
89	2,491	3,048	4,281	9,820
90	2,458	3,227	4,983	10,668
91	4,116	4,414	5,425	13,955
92	5,228	5,773	5,462	16,463
93	7,490	7,611	5,653	20,754
94	8,665	6,840	6,110	21,615
95	12,690	7,983	7,530	28,203
96	17,509	8,865	9,018	35,392
97	23,993	10,315	10,589	44,897

(出所) Investment Company Institute "Mutual Fund Fact Book 1998"

まず、アメリカにおける投資信託発展の状況を、基本的ポイントを中心に整理しておこう。アメリカでは投資信託(ミューチュアル・ファンドと呼ばれる会社型の組織であるが、本稿では投資信託という言葉を使うことにする)そのものは第2次大戦前から存在する

* Mutual Fund and Financial System : Toru KITAHARA (Department of Economics) (Received August 31, 1998)

** 東京学芸大学(184-8501 小金井市貫井北町4-1-1)

が、それが大きく発展するのは1970年代末以降のことである。アメリカの投資信託はその投資対象資産の種類に応じて、株式ファンド、債券・インカムファンド、及び短期金融市場資産を投資対象とするMMF（マネー・マーケット・ファンド）との3種類に大別することができる。その中で、70年代末の投資信託の発展を主導し、爆発的に拡大したのはMMFであった。折りからのアメリカのインフレ高進、市場金利の急上昇という経済環境の下で、高水準の市場金利と極めて高い流動性との双方を提供するというMMFは、それまでの銀行預金の市場に急速に侵入し、その規模は爆発的に拡大した。78年から82年までのわずか5年間で、MMF残高は39億ドルから2198億ドルへと何と56倍にも拡大した。MMFの拡大とその広範な普及は、アメリカの家計に対して投資信託という商品や証券関連商品に接触し、学習し、なじむ機会を与え、その後の投資信託発展への転換点となり、投信拡大の基礎を築いたと考えられる。またMMFという投資信託商品の導入は、投資家から販売手数料を取らないノーロード投信や、投資会社(投信の運用会社)が証券会社を通さずに投資家へ直接に投信販売する直販ルートを拡大していく契機となり、その後のアメリカにおける投資信託の飛躍的發展につながっていった。

その後80年代半ばにかけては債券・インカムファンドが急速に拡大し、82年から86年までの5年間で140億ドルから2626億ドルへと19倍に拡大した。90年代に入るとすべてのファンドが順調に拡大しているが、とりわけアメリカの株価急騰という環境の下で株式ファンドは急激な伸びを示し、91年から97年までの7年間で2458億ドルから2兆3993億ドルへと10倍にも拡大してきている。投資信託全体の規模を銀行預金（本稿では銀行という言葉は、商業銀行だけでなく貯蓄貸付組合・貯蓄銀行・信用組合を含めた預金取扱金融機関という広い意味で使うことにする）と比べてみると、銀行預金に対する比率は1977年の3.3%から97年には90.4%まで増大し、銀行預金に匹敵する規模になってきている。¹⁾

2. MMFの拡大と銀行預金の衰退

投資信託の拡大の要因について、まず銀行預金の減少と関連づけて考えていこう。投資信託は、それまでの銀行預金市場に侵入し、その市場を侵蝕する形で拡大してきたという面がかなり強い。戦後アメリカにおいて中流階級が増大し、家計の貯蓄資産も拡大してきたが、小口の貯蓄手段としては預金が圧倒的な地位を

占めていた。70年代後半にはアメリカのインフレは高進し、市場金利を未曾有の水準にまで高騰させることになった。しかし、銀行預金の金利はレギュレーションQに縛られて低水準に固定されており、市場金利との格差は急速に拡大し、家計の不満は高まっていた。そうした中で、市場金利並みの利回りを提供し、かつ迅速な解約や小切手振出しも可能だという高い流動性を備えたMMFは、急速に家計に普及し、家計の貯蓄資金を吸い寄せ、その資産規模は爆発的に拡大した。定期預金の金利が完全自由化された1983年には、MMFの残高が一時的に減少するという事態が生じたが、すぐに増大に転じ、貯蓄手段としてのMMFの有利性が単に金利規制によるものではないことが示された。MMFが急拡大する前の時点である1977年では、家計部門における銀行預金に対するMMFの規模はわずか0.3%とほとんど無視できる大きさであったものが、最近の97年時点ではその割合は20%にまで拡大してきている。

こうした事態を金融システムの機能という観点から考えてみると、金融システムの果たす機能の中心的なものとしての金融仲介機能、その一環としての家計への貯蓄手段(間接証券)の提供機能に関連している。金融機関は資金提供者に対して適切な、選好・ニーズに合った貯蓄手段を提供することにより、資金の仲介活動を遂行することができる。従来、比較的高い流動性を備えた小口の貯蓄手段としては、銀行預金がほぼ唯一のものであった。高い流動性を備えた小口の貯蓄手段の提供機能は、金融システムの中で銀行によって独占されていたのである。そうした状況の中で、多くの資金提供者から小口の資金を吸収し、それを短期金融市場で取引されている流動性の高い大口の資産に投資し、そこでの収益を資金提供者に還元すると共に、解約・現金化にも迅速に応じることができるMMFという投資信託が登場してきた。銀行預金が高い流動性を提供できるのは、預金口座数の増大に伴う預金流入入の大数法則的な相殺・平準化、流出超に備えての支払準備保有と迅速な資金貸借が可能な銀行間市場の存在のためである。こうした流動性を提供できる機能は、それまで銀行によって独占されていたが、情報技術の進歩により数多くの小口口座の資金流入入の統一的管理が可能になり、ある程度発達した公開の短期金融市場の存在という状況の下では、投資信託という銀行以外の金融機関によっても流動性の高い貯蓄手段の提供が可能になってきた。投資信託が高い流動性を提供できるのも、原理的には銀行の場合と同様であり、投信への資金流入入の大数法則的な相殺・平準化、流出超

に備えてのキャッシュ・ポジションの保有と迅速な資産売却が可能な公開の短期金融市場の存在のためである。²⁾ 短期金融市場へ直接アクセスするという面での投資信託のメリットが、劇的な形で現れたのが70年代末から80年代初頭にかけての市場金利の急騰期であった。いずれにしろ、流動性の高い小口の貯蓄手段(間接証券)を提供するという機能の面での、金融システムの中での銀行の地位は相対的に低下しているということである。

さらに、かなりのMMFは小切手の振出しが可能で、その資金を即座に支払に当てることができる。実際の処理プロセスは、MMFの保有者がそのMMFと提携した銀行にゼロ・バランスの口座を開設し、振り出された小切手がその銀行に呈示された段階では銀行が一時的にオーバー・ドラフトを行い(小切手の受取人は銀行預金という形で支払を受ける)、その金額をMMF運用会社に請求し、MMF資産の売却代金等(銀行預金という形)により請求金額の支払が銀行に対して行われる、という形をとる。³⁾ このように実際の資金決済は、銀行間の決済システムを利用したものであり、そこで決済手段として機能しているのは小切手の振出人(MMF運用会社が代行)と受取人との間では銀行預金であり、銀行間では準備預金であり、MMFそれ自体が決済手段として機能し、移転しているわけではない。しかしながら、銀行とMMF運用会社との緊密な連携により、小切手の振出しが可能で、かつ収益性のある資産がMMFという形で貯蓄者に対して新たに提供されるようになったことは事実である。情報技術の進歩を生かして、既存の銀行間決済システムに外部からアクセスし、それを有効に活用することにより、決済サービスの付いた収益性資産が貯蓄者に提供されるようになったのである。こうした事態においては、広い意味での決済機能が、金融システムの中で銀行とMMF運用会社との間で連携した形で重層的に分担されていると考えることができよう。

MMFの発展は、それまでインターバンク取引や政府証券が中心であった短期金融市場において、CP等のオープン市場取引を急速に拡大させることに貢献した。CPの発行残高は、MMFの急拡大と歩調を合わせて急速に増大し、1978年から81年までのわずか4年間で市場規模は2.5倍に拡大した。MMFでは運用資産の3～4割がCP等の公開市場証券に投資されており、市場の30%強のシェアをコンスタントに占めている。MMFはCP市場の最大の投資家であり、かつ他の投資家に比べて圧倒的な市場シェアを占める中心的プレイヤーである。CP市場の拡大は、企業やノンバンクによるCP発

行を通じた短期資金の調達を容易にし、従来からの銀行借入への依存度が低下することになった。図式的に表現すれば金融仲介のルートが、伝統的な銀行預金・貸出というルートから、MMFと企業のCP発行の組み合わせ(及びファイナンス・カンパニー経由)という新しいルートに変わってきたわけである。⁴⁾ この点をデータで検証すると、比較時期のとり方によってかなり違いがあるが、ここではMMF急拡大の前の5年間(1973年～77年)と最近の5年間(1993年～97年)の状況を比べてみる。企業(非農業・非金融法人企業)の信用市場からの資金調達残高の内訳は、CP発行による調達は1.9%から5.1%に大きく拡大しており、銀行借入は25.3%から20.2%へ縮小し、ファイナンス・カンパニーからの借入は6.7%から9.1%へと拡大している。⁵⁾ このような形で、企業にとって新しい資金調達ルートが開拓され、従来からのルートに付け加えられることになった。

しかしながらCP発行という形で資金調達が可能なのは、かなり知名度が高く、業績が良好な企業やノンバンクに限られていることには注意が必要である。金融仲介活動の中心部分は借手情報の生産である。顧客関係を築くことを通じて、銀行はこの借手情報の生産機能という面で圧倒的な優位を保持し、それが金融システムの中での銀行の高いシェアを確保させてきた。借手情報の生産機能の面での銀行の役割は、依然として重要であるが、比較的規模が大きく、ある程度の知名度がある企業やノンバンクに関しては、銀行の情報生産機能に依存することなく、証券市場や短期金融市場への直接の情報提供を通じて資金調達が可能であり、そうした形での資金調達が拡大してきている。そこにおいても借手情報の生産は行われていないわけではなく、借手情報の生産機能は、格付機関・アナリスト・証券ディーラー・投信のファンドマネージャー等によって分散的に担われていると考えるべきであろう。また逆に、銀行以外によるこうした情報生産機能の強まりは、証券等による市場を通じる資金調達機会の拡大に貢献している。

また別の興味深い事例は、ジャンク・ボンド市場という新しい金融市場の生成・発展において投資信託(債券・インカムファンド)が果たした役割である。1977年はジャンク・ボンド元年と言われており、それ以降ジャンク・ボンド市場は順調に拡大してきた。⁶⁾ 90年には、市場を事実上支配していたドレクセル・バーナム・ランベール社の倒産に伴いジャンク・ボンド市場は一時的に収縮するが、その後再び拡大に転じてきている。ジャンク・ボンド市場における投資家は、

そのほとんどが投資信託、年金基金、保険会社等の機関投資家であるが、中でも投資信託は重要な役割を演じており、ジャンク・ボンドへの投資の約30%は投資信託によるものである。ここでも、証券会社の引受部門・格付機関・投資信託等による借手情報生産機能の強化が、市場拡大に大いに貢献している。

3. 投資信託と長期貯蓄

前節では投資信託の発展を銀行預金との競合性・代替性という面から議論してきたが、投資信託は、銀行預金にはないサービスを家計に提供することによって伸びてきたという面もかなりある。平均寿命の伸びや社会における中流階級の増大に伴い、中流階級の老後の生活資金を確保するための制度としての年金制度が必要になってきた。高齢化の急速な進展に伴い、多くの国で公的年金だけでなく私的年金の制度も必要になってきた。アメリカでは、税制上の優遇措置を伴った企業年金や個人年金の私的年金制度が発達しているが、そこで特徴的なのは年金資産の運用主体が年金運用担当者ではなく、一人ひとりの個人に移ってきているという点である。年金は超長期の貯蓄という性格から、運用資産の性格としては流動性よりも収益性が大切である。そうした点で、銀行預金は年金資産の運用対象としては余り魅力がなく、小口資金で投資可能でかつリスク分散が可能な投資信託にかなりの年金資金が集まってきている。⁷⁾ 全体の年金市場での投資信託のシェアは1996年末時点で16%に達しているが、特に個人年金であるIRA(個人退職金口座)や確定拠出型の企業年金である401(k)プランにおける投信のシェアは高く、それぞれ47%と32%である。⁸⁾ こうした年金に関わる部分は、投資信託全体の中で35%を占めている。また税制上の優遇措置を伴った年金制度とは別に、純粋な個人貯蓄として、しかも老後資金を念頭に置いた貯蓄として、かなりの投資信託が保有されていると考えられる。こうした年金等の長期性貯蓄の受け皿としては、銀行預金はそれ程ふさわしくなく、投資信託はそれにより適していると考えられる。貯蓄者の選好・ニーズに合ったタイプの資産・貯蓄手段を提供していくことは、金融システムの重要な機能の1つであるが、長期性貯蓄に対するニーズの増大という動きに応じて、銀行預金のウェイトの減少・投資信託のウェイトの増大という金融システムの変化が生じているということである。

次に、資金運用に伴うリスクの負担や金融システムのリスク処理・配分機能という観点から考えてみよう。

株式・債券の直接保有や投資信託では、資金運用に伴うリスクを投資家が自己負担するが、銀行預金は元利が保証されており、リスクは銀行(の株主)が負担し、預金者は負担しない。個人の貯蓄資産の蓄積水準が低い段階では、リスクを伴う資産が保有されることは少ないが、貯蓄資産の蓄積が進むに伴い、ある程度のリスク資産保有も許容できるようになってくる。また、貯蓄が長期性のものであれば、リスクを取りやすいということもある。しかしながら、株式や債券の直接保有は個人にとってリスクが大きすぎるという面があり、多くの銘柄の株式や債券を組込むことによってリスクを分散させた投資信託が、個人によって保有されるリスク資産の有力な候補となる。リスク資産の選択に当たって資産運用の専門家の知識やノウハウが利用できるという点も、投資信託の大きなメリットの1つである。アメリカでは投資信託の拡大を通じて、幅広い個人がリスク資産を受け入れる状況が形成されてきている。さらには、積極的にリスクをとるというハイリスク・ハイリターン型の投資信託も拡大しており、第2節で述べたジャンク・ボンド市場とも関連するハイ・イールド債券ファンドは、債券・インカムファンド全体の中で最近では約10%を占めるまでに拡大してきている。勿論、市場や証券価格の変調に伴い個人のリスク回避が強まるという事態も生じるであろうが、長期的には個人のリスク負担能力は増大してきており、そのことは、金融システムの中での銀行によるリスク負担機能の役割を低下させ、元利保証型の金融商品である銀行預金のシェア低下につながっている。

しかしながら他面では、経済の中での為替・金利・資産価格の変動の増大に伴い、経済取引・金融取引に伴うリスクは極めて多様化・複雑化してきており、先端的な銀行では、情報技術の発展を利用したデリバティブやストラクチャード・ファイナンス商品の開発・販売等を通じてこうしたリスクの分析・管理・処理を中心的業務とするようになってきている。こうした面では、金融システムの中での銀行のリスク処理・負担機能は飛躍的に重要なものになってきている。

また対外投資に関しては、素人が直接に投資を行うことは情報面及びリスク面で困難であり、対外的な資産運用に関して専門的知識やノウハウを持っている専門家の活用やリスクの分散を図らざるをえない。投資信託はこうした対外的な投資の受け皿としてふさわしいものである。ここでも投資先に対する情報生産機能は行われているわけであり、それは格付機関・アナリスト・投信のファンドマネージャー等によって担われている。アメリカにおいては、90年代に入ってから投

資信託を通じた対外投資が拡大してきている。国際ファンドやグローバルファンドといった名称の海外投資ファンドは最近では、アメリカの株式・債券インカムファンド全体の10%強に達している。

4. 投資信託と銀行の信用創造

これまで投資信託の発展について、主として金融システムの中での銀行の役割の低下、情報技術・金融技術の進歩による銀行の相対的な優位性の低下と結びつけて議論してきた。では、金融システムの中での銀行の独自性は消滅してきているのであろうか、銀行なしの金融システムが可能になってきているのであろうか。

そもそも、金融システムの中での銀行の独自性とは一体何であろうか。それは、投資信託の発展に示される金融システムの変化の中で、どのような影響を受けているのであろうか。銀行の独自性として取り上げられることが多い決済機能について考えてみよう。現代経済における決済は、そのほとんどが銀行預金によって、銀行預金の振替という形で行われている。銀行は預金という決済手段を経済に対して提供している。そうした預金振替による決済を可能にしているシステムは、銀行間での手形交換や内国為替の制度である。そうした銀行間システムに支えられて銀行は決済機能を遂行することができる。そこで次に、決済手段である預金は、そもそもどのようにして生み出されるのかを考える必要がある。それは銀行の信用創造によるのである。銀行は顧客に対する貸出を、顧客の預金口座への記帳という形で行い、その瞬間に新しい預金が誕生するのである。銀行の決済機能とは、銀行外に存在する資金を預金という形で受け入れ、それでもって預金振替による決済を遂行するというものではなく、預金という決済手段を顧客の需要に応じて銀行が自ら創造し、そうした預金を振り替えることによって決済を遂行するというものである。また銀行貸出については、ガーレイ＝ショウ流の標準的金融理論では、金融仲介と捉えるが、金融仲介という言葉には仲介される資金が貸出実行以前に既に存在しているという発想がある。しかし、銀行の信用創造においては、資金は貸出以前にどこかに存在し、それが銀行貸出によって仲介されるのではなく、貸出そのものによって創造されるのである。信用創造とは、新たな決済手段の創造とそれによる借手への資金供給とが同時に行われることである。借手は事業資金等として支払の必要があるからこそ銀行借入を受けたのであり、信用創造された預金は支払いに当てられていく。⁹⁾ このように支払・決済に必要

な資金が、経済の中の必要としている現場で、必要としているタイミングに合わせて創造されるというのが、現代の信用貨幣制度であり、金融システムである。支払・決済に必要な資金の信用創造機能による機動的・弾力的な供給ということが銀行機能の独自性の核心部分であり、それによって支払・決済の網の目に覆われている現代の貨幣経済の円滑かつダイナミックな運行が支えられている。

では、銀行はそもそもどうして信用創造ができるのであろうか。それは、銀行が決済機能を遂行しており、決済手段を創造できるからであるが、さらに溯ってみれば、手形交換や内国為替といった銀行間決済システムと決済資金過不足の調整のためのインターバンク取引市場とを形成しており、さらにマクロ的資金不足を供給する最後の貸手としての中央銀行が背後に存在しているためである。

こうした銀行の信用創造機能は、投資信託の拡大によって取って代わられうるものであろうか。そうしたことはありえない。確かに、MMFといった投資信託は投信保有者に対して決済サービスを提供しているが、第2節でも説明したように投信自体が最終的な受取人への資金引渡しに関する決済業務を行っているわけではなく、そうした決済機能はすべて提携銀行に委ねて、既存の銀行間の決済システムを通じて行われている。決済システム・ネットワークの担い手という形での決済機能を果たしていないが故に、投資信託には、信用創造により決済手段を生み出すという機能は存在しない。投資信託の機能は、既に存在する決済手段を受け入れる代わりに、収益性がありかつ流動性も備えた資産を提供することだけである。¹⁰⁾ ただし、それ自体は決済手段ではないが、流動性を備えた多様な資産が提供されるようになると、資産保有者側の決済手段保有量は縮減されるようになる。そこで銀行のバランスシート上、決済性預金の残高は減少し、それに代わる資金源として、銀行によっては市場性資金に、銀行によっては定期性預金に依存せざるをえなくなる。こうした中で、全体としての銀行預金が投資信託によって侵蝕されて、伸び悩んでいることは、これまで述べたとおりである。

また他面では、第2節で見たように投資信託の発展は短期金融市場の拡大を促すことになり、銀行以外の企業やノンバンクも短期金融市場を通じてより弾力的に資金の調達・運用ができるようになる。その結果、流動性の調節や資金繰りの面での銀行借入への依存はその分低下してくる。これは、ヒックスの言った、オーバー・ドラフト・エコノミーからオート・エコノミ

一への転化という状況である。しかし、そこでも銀行の信用創造による決済資金の機動的供給という機能がなくなるわけではない。銀行によるオーバー・ドラフトやクレジット・ラインの設定、CP発行におけるバックアップ・ラインの設定、信用状の発行などは、必要に応じて機動的に資金を供給するための仕組みであり、銀行の信用創造機能発揮のための装置である。こうした状況の下での支払・決済資金の弾力的供給という機能は、投資信託等の機関投資家や証券ディーラーといった短期金融市場参加者、短期資金取引者間の機動的連結を可能にする社会的装置としての短期金融市場、及びそれを背後から支える銀行といった主体の間で分担して担われていると理解すべきであろう。そうした分担関係においても、流動性供給の最後の拠り所として銀行システムの信用創造機能は不可欠である。

ところで、上述したような証券市場や短期金融市場といった市場からの資金調達ができるのは、比較的規模が大きく、信用度が高いという企業に限られており、圧倒的多数の企業にとってはそうした市場からの資金調達は不可能である。そうした比較的規模が小さく、信用度が確立していない企業への資金供給に関しては、借手情報の生産機能が特に重要であり、その機能の担い手としての銀行の存在意義がある。こうした分野では、借手情報の生産機能に裏打ちされた支払・決済資金の弾力的な供給という銀行の機能は、変わることなく重要である。また逆に、決済勘定提供を通じる借手企業キャッシュ・フローの監視により、銀行はより木目細かい、信頼できる借手情報の生産が可能になる。

5. 投資信託の拡大と金融システムの安定性

本節では、投資信託の拡大が金融システムの安定性に対してどのような影響を及ぼしているかを考察しよう。投資信託そのものの拡大の影響というより、投資信託の拡大に典型的に示されるような金融システムの中での証券を中心とする市場取引の拡大がシステム安定性に及ぼす影響について考察する。

証券市場は投資家に対して、保有資産の流動化の機会を提供している。これは、金融システムの機能の1つとしての資産流動化機能である。投資家にとっては、手持証券が必要に応じてその時々で価格で流動化・現金化できるということは、極めて大きな便宜であり、こうした利点の存在により、金融システムの中で証券化・市場化の動きが大きな潮流となっており、そうした流れの中で投資信託は中心的役割を演じている。証券市場の資産流動化機能は、根本的には市場参加者

の多数性・多様性による売り・買い発生の平準化という大数法則的状況の成立に基づくものである。銀行や保険会社に見られるような個々の組織単位での大数法則の利用ではなく、社会的規模での大数法則の利用である。

しかしながら、状況が大きく変化しつつあるような局面では、市場参加者の期待が不安定化し、一定方向への動きが加速度的に市場参加者を引きつけ、巨大な集団オピニオンが一举に結晶化するということがありえる。そこでは、売りが売りを呼び、売りが雪だるま式に一方的に膨れ上がり、流動化される証券の価格は暴力的に下落するという事態が生じることになる。そうした事態においては、個々の市場参加者の確率的な独立性を前提とした大数法則は成立せず、大数法則に依拠した円滑な資産流動化も機能しないことになる。証券売却によりいつでも投資を引き上げることができるというポジションにあるが故に、投資家は事態の変化に対してどうしても過敏に反応しがちであるし、不確実性が高まっている局面では、市場の動きに振り回され、結果的に市場の動きを増幅することになる。証券を中心とする金融市場には、このように一方向に大きく振れてしまうという傾向が本来的に内在していると考えられる。資産価格の急落が生じると、それは金融システムに対して大きな負荷をかけることになり、金融システムの機能不全にまで至りかねないのは、90年代の日本の金融危機や97年以降のアジア金融危機で示されたことである。また市場参加者はそれ程強い確信を持って取引に参加しているわけではないので、ある銘柄やある国の市場の変調は他の銘柄や他の国の市場に対する不安を引き起こし、極めて容易に暴落が伝染し、危機が波及することになる。

こうした危険は、証券を中心とする市場金融取引の拡大に伴って増大しており、投資信託は、こうした市場金融取引拡大の強力なエンジンとなっている。94年末に発生したメキシコの通貨・金融危機の際には、アメリカの投資信託による資金引揚げが重要な役割を演じるようになった。

6. 日本の投資信託

日本の投資信託は、80年代後半のバブル期に急拡大し、89年末にピークに達した。その後は低迷状態が続いており、それからほぼ10年が経過した現在に至るまでピーク水準までの回復はみせていない。アメリカでは、70年代末の高インフレというアメリカ経済の弱みが、MMFという新しい金融商品を爆発的に増大させ、

それが起点となり、投資信託を中心とする個人金融資産革命とでも呼べるような大地殻変動が生じた。それに対して日本では、個人金融資産革命は未だ生じていない。しかし、その国が置かれている状況・国民性・歴史的経路等の違いにより、各国の金融システムの特性や展開が異なってくるのもまた当然である。

そうした点を念頭に置いて、日本の投資信託の状況を、ごく部分的ではあるが見てみよう。近年の日本の投資信託の特徴は、海外投資の拡大と外資系投信会社の増大である。国内投資信託の純資産総額（中国ファンドとMMFを除く）に占める外貨建資産の比率は、このところの円安の影響もあり、95年末の8.4%（金額で2.8兆円）から98年6月には17.8%（4.8兆円）にまで拡大している。¹¹⁾ またこれとは別に、海外で設定され、資産のほとんどを外貨建てで運用し、国内で販売されている外国投資信託も急増しており、純資産残高は98年6月時点で2.7兆円に達している。日本経済が恒常的に経常黒字を出しており、その分は何らかの形で対外純資産の積み上げが行われていることを考えれば、その中の一部が投資信託という形で海外投資されることは自然なことである。日本の巨額の経常黒字という状況からすれば、むしろ、これまでは投信を通じる海外投資の部分が小さすぎたように思われる。また一時期、個人の資金が利回りの高い外債に直接に投資されていたが、リスクの分散や資産運用専門家の知識やノウハウの活用という点から、海外投資に関しては投資信託を通じるやり方がよりふさわしいであろう。ただし国内投信の外貨建資産比率は、実際にはかなり強く円レート変動の影響を受けており、93年から95年にかけての円高局面では外貨建資産比率は大きく低下し、92年末の12.1%から95年末の8.4%まで低下した。

日本版ビッグ・バンの中で1200兆円の個人金融資産を今後いかに運用していくかが、大きな問題となっている。世界の中でも有数の資産運用ビジネス市場という位置付けの下に、海外から投資信託会社が大量して日本に進出してきている。これまでの国内の投信会社とは体質が異なる面もあり、異質な市場参加者を交えての新たな競争が展開されようとしている。95年末から98年6月にかけて、日本に進出してきた外資系投信会社は7社から20社に増大し、国内投資信託全体に占める外資系投信の割合は、1.7%から10.8%にまで急拡大した。外資系投信会社は海外での資産運用に強いということから、上で述べた投信を通じる海外投資の拡大傾向の中でも重要な役割を演じている。

むすびにかえて

アメリカでは、金融システムの市場化という流れの中で、投資信託の役割が急速に拡大してきている。その役割は、本稿で見てきたように、流動性を持った収益性資産の提供・長期性の貯蓄手段の提供・リスクを組込んでいるがより高いリターンを目指す貯蓄手段の提供・市場からの資金調達機会の拡大等、多岐に渡っている。また本稿では、投資信託の発展という視点から、近年の金融システムの変容・進化の様相について一定の分析を行ってきた。1つの特徴は、従来、銀行だけによって単独に遂行されてきた金融機能が、投資信託を含めた他の金融機関や市場と連携・分担する形で金融システムの中でより高度化されて展開されるようになってきているという点にあるだろう。この点については、今後より立ち入って分析していく必要があると思われる。本稿では、投資信託の発展という視点からアプローチしたため、考察の対象が金融のリテール分野に限定されているが、近年の金融システム進化は金融のホール・セール分野でも目覚ましいものがあり、こうした分野についても今後の研究課題としたい。

注

- 1) アメリカの金融に関するデータは、すべて Board of Governors of the Federal Reserve System, "Flow of Funds Accounts" による。
- 2) MMF のキャッシュ・ポジションについては、注10 も参照。
- 3) この点については、金融財政事情研究会 [1983] 203ページを参照。
- 4) こうした動きを銀行業の長期的な衰退として問題にする銀行衰退論については、Boyd, J. H. & M. Gertler [1994], 高木仁 [1995], 及びエドワード, F. R. [1998] 第3, 4章を参照。
- 5) しかし CP 市場全体から見ると、その中での資金調達シェアは、非金融企業で横這い、ファイナンス・カンパニーは激減しており、調達シェアを拡大しているのは、資産担保証券 ABS 業者やファンディング・コーポレーション（系列の資金調達会社や非銀行金融持株会社等）である。
- 6) アメリカのジャンク・ボンド市場の状況については、柴田武男 [1995] を参照。
- 7) アメリカの年金制度と投資信託との関連については、井手正介・大場昭義 [1997] 第3章を参照。
- 8) アメリカの投資信託に関するデータは、すべて

Investment Company Institute “Mutual Fund Fact Book 1998” による。

- 9) 信用創造された預金が支払いに当てられていった後を埋めるために、銀行は預金や市場性負債の発行によって資金を調達しようとする。こうしたことを事後的に見ると、銀行は金融仲介機能を果たしているということになる。しかしこれは、あくまで、結果としてのことであり、支払・決済に必要な資金が銀行の信用創造機能を通じて社会的に創り出されていることが、銀行の金融仲介機能という捉え方では全く見えなくなってしまう。
- 10) 解約者への迅速な資金支払・流動性の提供のためのMMFのキャッシュ・ポジションは、多くの時期においてマイナスであり、顧客への流動性供給のためにMMFが銀行借入に依存していることを示している。これが、第2節で述べた小切手振出しに伴う提携銀行による一時的オーバー・ドラフトによるものかどうかは不明である。Federal Reserve System, “Flow of Funds Accounts”のデータによると、1978年から97年までの20年間の年末時点において、MMFのキャッシュ・ポジションがマイナスであるのは11年である。
- 11) 日本の投資信託に関するデータは、投資信託協会『証券投資信託月報』による。

参 考 文 献

- 井手正介 [1995] 「証券投資の本質と投資信託」『フィナンシャル・レビュー』第36号, 11月
- 井手正介・大場昭義 [1997] 『資産運用ビッグバン』東洋経済新報社
- 金融財政事情研究会 [1983] 『米国の金融イノベーション』きんざい
- 柴田武男 [1995] 「ドレクセル社倒産後のジャンク・ボンド市場」『証券研究』第111号, 1月
- 高木仁 [1995] 「アメリカ銀行産業衰退論の展望」『金融経済研究』第9号, 7月
- エドワード, F. R. [1998] 『金融業の将来』家森信善・小林毅訳, 東洋経済新報社
- ヒックス, J. R. [1977] 『ケインズ経済学の危機』早坂忠訳, ダイアモンド社
- Boyd, J. H. & M. Gertler [1994] “Are Banks Dead? Or Are the Reports Greatly Exaggerated?” *Quarterly Review*, Vol. 18, No. 3, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Summer
- Gurley, J. G. & E. S. Show, [1960] *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution