

第5回 金融・資本市場に関する政策懇談会

日 時：平成21年2月4日（水） 午前10時～11時半

場 所：本協会第1会議室

議 案

（審議事項）

1．プレゼンテーション

さわかみ投信株式会社 代表取締役 澤上 篤人 氏

2．自由討議

議 事

1．プレゼンテーション

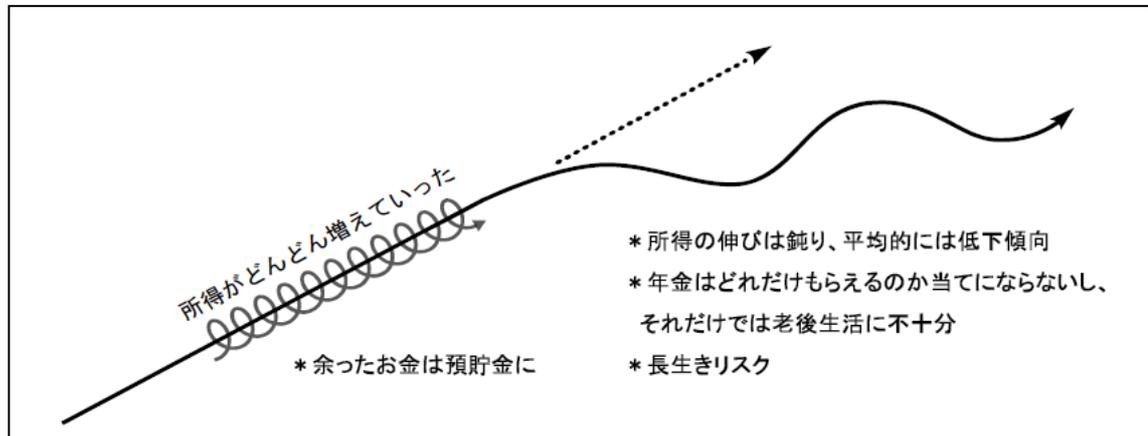
澤上篤人氏より、プレゼンテーションが行われた。

（プレゼンテーションの主な内容）

- ・ 預貯金マネーが投資へ動き出そうとしているにもかかわらず、証券界、運用業界の動きが遅いことがとてもはがゆい。
- ・ 預貯金をしている顧客が現在一番望んでいることは「安全」「信頼」して投資を試してみたいということであり、このニーズは潜在化ではなく、顕在化している。
- ・ 私は土日を利用して全国で「長期投資の大切さ」について勉強会を行っているが、この勉強会はすべて仲間から依頼を受けて行っているものであり、1名1,000円の有料で行っている。
- ・ 勉強会でいただく1,000円は会場費に充て、自分たちは手弁当で行く。余ったお金は全部市町村に寄付している。
- ・ 最近の傾向として、関西より西方面は元来熱心であったが、これまで全く興味を示さなかった東北（特に、山形や盛岡）の人々が熱心に勉強会を依頼してくるようになった。
- ・ 私が勉強会で話している内容を以下に示したい。

【澤上氏が勉強会で話す主な内容】

- ・ 今までの日本は、物すごく右肩上がりの成長が続いたが、その要因は豊かな生活を求めて一生懸命働いた所得で次々にモノを買っていったことにある。
- ・ その結果として、お金が経済の中をグルグル動き、経済成長していった。



- ・ しかし、経済が成熟期に入ると一通りのモノが行き渡るため、消費が鈍化する。
- ・ こういう成熟段階では、意識的にお金を使うことが重要。
- ・ 具体的には、日本人 1 人当たり年間 10 万円を無条件で、毎日の生活費以外に使えば、経済は活性化する。
- ・ 日本人口は約 1 億 2,700 万人（平成 20 年 8 月 1 日現在）であるが、1 人で年間 10 万円使うだけで、瞬時に 12 兆 7,000 億円の追加消費が発生する。12 兆 7,000 億円追加消費ということは、日本の GDP 約 500 兆円に対して、2.5%の成長上乗せ要因である。
- ・ 現在は停滞しているが、少し前の日本の経済成長率は 1.6%だったので、これに 2.5%を単純に足せば、日本の経済成長は約 4%になり所得が増加する。経済とはそんなものなのである。
- ・ それでは、何にお金を使うのがよいか。モノや旅行などのサービスに使うことも当然良いが一時的に終わってしまう。それならば投資に使うのもいいのではないか。
- ・ 投資というのは、元々、将来を築いていくことであり、自分の夢や価値観というものに対して、自分のお金を乗せてあげるものである。
- ・ 経済の主体は企業なので、企業に投資する、言い換えれば、株を買えばいいのである。それも、目先の利益ではなく、10 年、15 年の期間で企業を応援させてもらうという気持ちが重要である。
- ・ 株を買うこともモノを消費することと同じなのである。
- ・ 一方、日本の個人金融資産は 1,467 兆円（2008 年 9 月末）に対し、預貯金に眠っている金額は 775 兆円。

- ・ このうちの1割を株式投資に移すと77兆円もの巨額の資金(国の一般会計予算が83兆円)が株式市場に投入されることになる。
- ・ これは民間版の景気対策である。不景気なときほど経済効果がある。
- ・ とにかく、大きな図式の中で、自分たちが自分たちの経済・社会を支えていくのだという強い意思を持たなかったら、成熟経済に入った日本は乗り切ることができない。
- ・ これは私の勝手な予測だが、あと30年もしたら個人金融資産は激減するだろう。激減してしまったらもう打つ手はない。動くなら今である。

2. 自由討議

主な意見は次のとおり。

- ・ 証券会社の経営陣は、銀行の預金が証券市場にシフトしないか、どうすれば証券のプレゼンスを高めていくかというようなことを、長年試みてきた。

ただ、正直言って、昨年9月中旬以降の動きには対応できておらず、今、現場の営業戦略を見ていると、いろいろやってはいるが、顧客の反応が悪い。この辺りについて澤上氏のご見解を伺いたい。

3点挙げさせて欲しい。

第1点は例えば、証券会社が勉強セミナーを行うと、来る人は高齢者ばかりだと思ふ。これは既存の投資家であり、既存投資家は個人金融資産の割合で言えば13%の人たちである。このような人たちはこちらが教えなくても自分で判断して相場が良くなれば自分の判断で投資するものである。そういう人たちにセミナーを行っても意味がない。したがって、具体的なアドバイスとしては、若い社員の特別チームを作り、3年から5年かけて土曜日、日曜日に中学、高校時代の友人に声を掛け、勉強会を行わせてはどうか。この方法を実際行っている会社があるが、そのような下地をつくっておいて、長期の投資信託を勧誘するとよく購入していただけるそうである。

第2点目は、対面の個人営業とはプライベートバンキングであるということである。プライベートバンキングで重要なことは、顧客資産を長期的に保全しつつ、じっくり資産形成の手伝いをするることである。つまり、運用、長期投資の素養を持たなかったら、対面営業はできない。

第3点目は、個人のほとんどがゆっくり話を聞けるのが休日である。平日に勉強会を行っても意味がない。さらに勉強会を行うに際してお金をいただく。ため

しでもいいので行ってみたい。その際の金額は500円か1,000円。そうすれば、お金を出しても勉強したいという熱心な人が来る。しかし、不思議なもので2,000円だと来ません。それで、会場費等で余ったお金を寄付に回すとお客様に喜ばれる。(澤上氏)

- ・ やや意地悪な質問で恐縮だが敢えて聞きたいのは、長期投資で資産を増やせばよいという話しですと一貫しているが、さわかみファンドと言えども、基準価格が下がっており、澤上氏に共感して投資した方からネガティブな反応はあるのか。

さすがに、日経平均株価が2007年の2万円台から現在1万円を割っている状況なので、その頃購入された顧客の中には解約がないというわけではない。しかし、逆にそれ以上に新規が多く、流入の方が多い状況である。

私が常に申し上げていることは、「長期投資はこういうこともある。もう一回思い直してください。株価を買っているのではない。企業を買っているのだ。」ということである。すると、かろうじて踏みとどまる。そして、結構流入増なのです。

以下この話に関連し、勉強会のときにとときにする話を披露したい。

現在、「100年に一度の危機」などと言うが、私自身の経験では石油ショックの後の方が厳しい状況だったと思う。

1973年11月の第一次石油ショック、1979年から1980年にかけての第二次石油ショックにより原油価格が10倍近く急騰し、世界的なディスインフレとなり、世界の過剰流動性の原因となった。

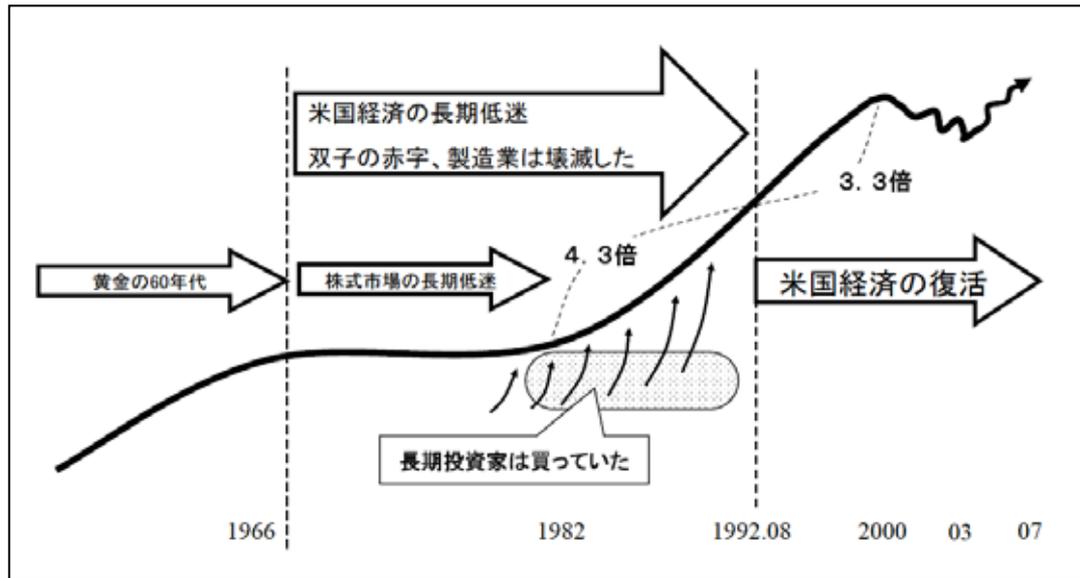
このような中でアメリカ経済を見ると、統計的にアメリカ経済が完全に回復したのは1992年8月からであり、19年間状況は悪かった。通常、景気が悪いときは株価が上昇しないものと考えがちであるが、それでは、その間の実際の株価はどんな動きをしたのであろうか。

アメリカの平均株価は、黄金の60年代の上昇期の後1967年あたりからフラットになり、1982年ぐらいから上昇し始めたのである。

すると、景気がよくなったとされる1992年8月から2000年までの間の上昇は、3.3倍で、1982年から1992年8月までの株価は4.3倍上昇しているので、1992年8月から2000年までの株価上昇は 4.3×3.3 で約14倍です。

景気が悪いときにここまで上昇したのは平均株価をみているだけでは分からない。個別株の動きが重要である。

< アメリカの平均株価の動き >



第二次世界大戦の唯一の戦勝国であるアメリカは世界に対して唯一の工業製品の供給国となった。このため、60年代は株価が上昇している。

しかし、ヨーロッパの復興及び日本の台頭によりアメリカの企業業績が悪化していった。このような状況で平均株価が下落していったが、個別株投資を行っていたことから、いくらでも投資対象があった。実は、この時期に、インテル、シスコシステム、オラクル、デル、サン・マイクロシステムズなどの次の世界企業が生まれていた。こういうわけで、1982年から2000年までの17年半で14倍という波に乗ることができた。株価の低迷期である1967年から2000年までの間で換算すると、年利約20%のリターンとなるが、ただ、長期投資のリターンは毎年成績がでることではない。大きな流れをしっかりとらえることが重要である。

このようなことを、少し勉強し過ぎの人には話している。では、今はどうかというと、エネルギーや環境の分野で様々なテーマが出ている。「私だったら面白いと思うが、皆さんはどう思う？」という格好で、このような歴史の話をする、結構納得してもらえる。

だから、さすがに解約はあるが、流入のほうが多いのである。（澤上氏）

- ・ どうすれば国民が株式を購入してもらえるかについて、従来から我々業界でも様々な制度面（税制など）における施策を行ってきた。

しかし、それは既存株主に対する施策であって、現在株式投資を行っていない8割超の人たちからみると「株持ち優遇」「金持ち優遇」ではないか。

そこで、自分としてはこれから出す施策として、制度的なハードの部分ではなく、TVコマーシャルなどのソフトの部分が重要と思うが、日証協として8割超の国民に訴える方法は何があると思うか。

ご指摘のとおり、私は税制について関心がない。「金持ち優遇」という批判ばかりがでて話が進まないの、国を当てにしている時間ももったいない。

また、TVコマーシャルなどの方法も効果がないわけではないが、費用対効果はあまり期待できない。

それよりも先程から申し上げているように、個人に勉強会をやればいい。皆、手弁当で、自分で電車賃を払えばいいだけなので、コストもかからず効果が大きい。金持ちも何も関係なく、細かいことは言わずに、「とにかく長期で株式を買おう。『貯株』をやろう」ということを訴えていくことが肝心。タイミングもいいので、このような大々的なキャンペーンを是非行いたい。

あと、もう一つは、昔から言っているが、少し信用度がある誰かが中心となって国民ファンドを設立してはどうか。

具体的には、国民ファンドはファンド・オブ・ファンズにして国内で登録している投信会社はどこでもチャレンジできる。ターゲットは日本株の現物買いというテーマで競争運用させる。手を挙げた投信会社に均等に資金配分を行い、3年間の累積成績によって割り振りを変えていく。そして、資金の割り振りや運用成績を全て公表する。そうすれば、プロの投信会社がどんな銘柄を買っているかが個人投資家にも明らかとなり、参考となる。

個人は、自分で買うのも良いが、できれば安心して運用を任せられる、昔の郵便局のような存在を欲しがっている。国なり日証協なり信用力のある機関が、10年、20年、30年の長期の資産形成を手伝うということを打ち出せば影響は大きいと思う。(澤上氏)

- ・ 1か月くらい前、新聞の読者からの資産運用相談コーナーに60代後半の方から「退職金をリスクの高い商品に投資したら今般の金融危機でかなりの資産が減ってしまった。どうすればよいか。」という相談があった。

この投資家も退職金の大半をリスク商品に費やしてしまうのはいかなものかとも思うが、販売する側にも「適合性の原則」に見合ったものを販売していくという姿勢が足らなかったのではないかと考えているがその辺りの見解をお伺いしたい。

2点ほど話をしたい。

第一点目は、いわゆる団塊の世代の退職金が投資に動くという憶測があったが、正確な統計がないので正確性には欠けるものの、動いたのは10%ぐらいではないか。ほとんどの人は動いていない。さらに悪いのは、「今、動かなくてよかった」という人が多いことである。このような人は今、ご指摘のように、投資に失敗した人たちを見ているので、相当状況が好転しない限り投資は控えるでしょう。

第二点目は、このような状況の中で特に言いたいのは、本格的な長期の資産形成を証券会社各社で勉強していただいて、対面でアドバイスできるようにしていただきたい。

例えば、私はプライベートバンクを長年行ってきており、状況が悪いときでも約束はできないが、いずれは好転する可能性が高いことを確信しているので、お客様に「がんばろう」と言えるし、ハイリスクの商品に投資しようとしている顧客には、「財産の全部を投資するのはやめて、投資するなら一部にしてください」とブレーキをかけることもできる。長期投資をしっかりとやったことがなければ、とてもアドバイスはできないだろう。

話は少しそれるが、現在金融不安の中、我々が忘れていることがある。それは、世界中で資金供給を行っているが、これだけの量の国債を発行すれば、価格が下がり債券は安心と思っていなくてもそうではないということである。

あるいは、国債を中央銀行が引き受ければ、中央銀行の財務内容が悪化し、通貨の価値が低くなる。これが一国の話であれば為替調整できるが、世界中が同様の状況であるので、これらのことを全部勘案すれば長期投資（貯株）が一番良いという結論になるはずである。

このように、“貯株”は行う人はすぐにでも行動するが、そうでない人は行動には移さない。今、個人全員を動かすのは無理でも一人でも多くの成功体験をした人を増やしたい。そうすれば、今まで行動していなかった人が「自分もやってみよう」ということになると思う。

また、これは現場の感覚であるが、息子や孫を勉強会に招くと、「投資なんてやらない」という親もついてくることもある。それで、話を聞いているうちに「自分もやってみよう」という親もでてくることもあるし、家で息子や孫の話を通じて親が投資を始めることもあり得ると思う。（澤上氏）

- ・ 近年、複雑な商品が増加し、一昨年、金融商品取引法が施行されて説明義務が強化されている中、証券会社は地道に努力し営業を行っているものの、資産家の開拓も限界がきており行き詰まりを感じているのが現状である。このような状況におい

て、証券界として何を言っていくべきか見解を伺いたい。

自分が資産家中心のプライベートバンキングをやめた理由はそこにある。

現在の資産家は、日本経済が右肩上がりに成長してきた波に乗って来た人たちであるが、今は成熟経済に入り富の形成パターンが変化しているにもかかわらず、当時と同様の方法を求めるなど自分の方針と違うので、資産家を相手にすることをやめた。

こうして、今後私は、新しい資産家を作ることを目標に運用をベースとした資産形成に注力していくことにした次第である。

- ・ 澤上氏のファンドは、無分配で設計した方がよいと感じるが、当局から何らかの指導があって分配を行っているのか。

これは大変述べにくいですが、当初は無分配の投信としたが、当局から指導を受け、現在は毎年分配という形式をとっている。（澤上氏）

- ・ 無分配で長期に運用するというフレームワークを、我々が声を上げていくべきであると思う。逆に言うと、このような投信を売ることができるくらい腰の据わった営業員を育てていくべきである。

若い人を中心に、勉強会を行いながら長期の資産形成を行っていこう、あるいは“貯株”をやろう、ということ証券会社の皆さん全員が行えば、大変な効果があると思うが、皆さんはそのような営業をしてきたことがなかったので、自信が持てないだけである。もっと自信を持って欲しい。（澤上氏）

- ・ 運用の中でいい企業を選ぶと言っていたが、選択する基準として上場している取引所などは関係するのか。投資対象の基準を教えてください。

私の運用方針は長期投資で10年はとことん応援させていただくというもので、自分がよく分かっている会社、自分が好きな会社というのが基準となる。だから、資金を出すのであれば10年は売らないと思える会社ということになる。

すると意外とそのような会社がないことが分かる。自分の生活に密着している企業の中から選ぶのがよいと思う。（澤上氏）

- ・ 今のようなマーケットの状況は、逆に、株価が安いので、投資を勧誘しやすい状況だと思うが、私が一番苦労するのは、皆が強気になったところである。相対的に、株価もある程度高くなってきており、高値をつかむリスクもでてくる。

そこで、パフォーマンスが上がったときに、売却するのもしないのか、投資対象を減らしていくのか、それとも現金割合を増やしていくのか、澤上氏の見解をうかがいたい。

結論は、キャッシュである。

1970年代半ばくらいから年金運用が本格化していき、世界的に機関化現象が進展していったが、その中で幾つか問題点もでてきた。

一つは、年金運用は元来、10年、20年、30年の運用蓄積を期待する運用を行わなくてはならないはずだが、大事な資金故に成績チェックの間隔が3年 1年 四半期といった具合に短期になっており、長期の本格的な投資ができなくなっている。長期投資が減少したというのは、世界的に見られると思っている。

また、専門性が高まってきたことからアロケートされたとおりに100%購入しなければいけないという傾向があらわれてしまった。しかし、運用でとても大事なものは本来キャッシュなのである。だから、当方のファンドは初めからベンチマークを無視し、長期の財産作りの上でキャッシュは重要な役割を果たしている。

例えば、2005年に中国で抗日問題が起こり、その影響で解約が激増したことがあった。当方のファンドではその前に株価の上昇があった際売却していたため、2006年の初めには17%くらいキャッシュがあったことで対応ができた。その後もライブドアショックや村上ショックがあった際も同様に対応できた。

運用で一番大切なことは買うときは買うことが重要である。売るタイミングは難しいが、安く買っておけばいつ売っても益がでる。だから、運用の起点はあくまでも暴落時である。

このように、年金運用も含め、運用が短期視野化あるいは短期思考となり、長期の運用が下手になったと思う。（澤上氏）

- ・ 前回は申し上げたが、この懇談会において、一昨年から昨年にかけての懇談会は、広範な形で問題点を整理したわけであるが、今、こうして、いろいろな外部の方をお招きして、問題意識を聞くに当たり気の利いた言葉で何かを要領よくまとめるといよりは、やはり、地に足が着いた骨太の、泥臭くてもいいから、何かを訴えていくことをやるべきだろうということを、今日の澤上氏の話聞いていて、さらにその意を強くした。

国民ファンドや貯株とかセミナーに関しても、もちろん、個別の会社の問題や業界全体の問題もあるだろうが、様々な方法を考えるべきであり、それをどう継続できるかということなどについて整理し、できるだけ泥臭く、地道にアプローチを最

後までしていければよいのではないかと考えている。

稲野座長より「次回の懇談会は、日本経済新聞社編集委員、前田昌孝氏にプレゼンテーションをお願いする予定である。2月25日水曜日の午後2時から行う予定であるが、開催日時等詳細については、また改めて事務局から御案内させていただく。最後になったが、改めて本日のプレゼンターであります澤上氏に御礼を申し上げたいと思う。」旨の発言があり、本懇談会を終了した。

以 上