

### 1. 主体性を持った家計の資産運用・管理

- \* 国家(社会)が期待した家計貯蓄；日本の高度成長を支えた原動力の一翼(間接金融)
- \* 国家(社会)が期待する家計消費；景気拡大の切り札として期待されるのだが
- \* 家計の投資(9月末現在の個人金融資産残高 1535 兆円)のあり方；何のための貯蓄か(貯蓄至上主義、投資ヴィジョンの欠落)、何故家計の「投資」は認知されないのか、教育、ライフ・ワーク(夢)、地域社会貢献等。資産運用軽視の風潮、企業会計的見方の意義。
- \* 資金循環；家計 金融機関(預貯金等) 企業 家計(給与等) 家計・企業 国・地方(税・保険等) 公共サービス(受益者 = 家計)。目詰まりによる経済の停滞。
- \* 年金問題；旺盛な「負担と給付」の議論に欠ける「運用」の重要性
- \* 資産運用は悪か；宗教と「お金」、社会倫理と日本人の「お金」に対する考え方、根強い勤労所得絶対視(不労所得とは、イスラム金融の考え方)
- \* 主人不在の家計の資産運用；期待の大きい「401k」だが。貯めるが、使途が分からない。
- \* 伝統的資産運用術(三分法)；預貯金(ローリスク、ローリターン)、有価証券、不動産(流動性に課題)。運用上の留意点：収益性、安全性、換金性(市場性)の配分。
- \* ポートフォリオの基本；分散投資。重要性を増すグローバル・ポートフォリオ構築：円建て・外貨建て資産の割合。金融資産(株式、債券、投信、保険、預貯金そして必要に応じてデリヴァティブ)の配合と定期的見直し。世代で変わるリスク負担能力；
- \* 3部門の現状；国は超貧乏、大企業・輸出関連企業は未曾有の高収益、家計は潤沢な金融資産の中、運用に不満を抱え、社会不信と将来不安に怯える(中産階級の消滅)。
- \* 資産と運用益の究極目標(資金使途)：成長の根源人材育成、イノベーション等への投資(目に見えない投資の重要性)。これが至難(問われるヴィジョン・夢、目標、評価)

### 2. 多様化する投資対象金融商品とリスク

- \* 有価証券等；株式(多様化)、債券(多様化)、投資信託(多様化)、金融派生商品(デリヴァティブ)等。デリヴァティブ(原則決済は清算取引 = 差金決済)とは；信用取引、先物(予約)取引(対直取引)、裁定取引、スワップ、オプションなど。本来はリスク回避手段。それがレバレッジ効果を活用するヘッジファンドを含む多くの投機家(投資家)の投資対象商品にもなっている。
- \* 不動産(REIT)、金(含むETF)、外国為替・商品証拠金取引、会員権等
- \* リスクも多様化；市場リスク、金融商品リスク(今回 RMBS, CDO などの正しい査定が出来なかった)、清算取引「レバレッジ」リスク、価格変動リスク、為替リスク、情報開示リスク、期間リスク、タイミングリスク、カントリーリスク、無作為のリスク等
- \* 価格・為替変動リスクとヘッジの重要性；プロの独壇場から、市場環境の整備と学習で個人でも空売り、先物・オプション・スワップなど選択肢が増えてきた。

### 3. 市場；流通市場、発行市場(IPO など)

- \* 市場とは何か？；市場は完全か？(相場のことは市場に任せておく)、そのメリット(市場の力)と限界、市場の声、対話(公的声明・記者会見等)、トーク・アップ(口先介入)、緊急避難的市場介入の是非、**市場の見方の相違**：米英(市場機能の重視)対 EU(必要に応じ市場への社会的配慮”ある種の規制・モニタリング”を要求)。
- \* 現在の市場環境：東京株式市場(基礎資料 1 参照)
- \* 海外市場との動向比較：日本の株価は売られすぎ？その原因は？(基礎資料 2 参照)
- \* 市場参加者と利害関係；投資家(資金提供)、企業・公共体(資金の借手)、証券・金融機関(仲介業 + 資金運用者、投資銀行業務の競争力強化が急務)、各種ファンド等(資金提供)。彼等が常に経済合理性に基づき行動するとは限らない。更に利益相反の関係も生ずる。(間接的に格付け会社、金融(信用)保証会社、投資顧問会社など)。33 年 34 年法。
- \* 証券会社の立場；証券会社の業務(ブローカー、ディーラー(トレジャリー部門)、アンダーライターと付帯業務)と利益相反。65 条問題、金融のコングロマリット化問題。
- \* 株式市場；会員制から株式会社へ、証取再編、国際的市場統合・連携の動き、
- \* 市場外取引；市場集中主義原則の緩和、相対取引(中心は債券、大口株式など)、PTS 等
- \* 国際金融機関のあり方；金融・資本のグローバル化。マーチャントバンク インヴェストメントバンク ユニヴァーサルバンク オールファイナンス？ 商業銀行 インヴェストメントバンク ユニヴァーサルバンク オールファイナンス？金融機能統合の是非(誰のための統合 = 規模・機能、ワンストップ・ショッピングの代償は？過去の教訓、製造業の事例、コミュニケーション・バンク)、パートナーから会社(株)へ。
- \* 日本市場・金融機関；超長期に亘る規制産業(護送船団方式)であったことから、国際競争力が欠如、グローバル化に遅れ、投資銀行業務が未発達。結果として投資家、企業に必要以上にコスト負担を強いている(基礎資料 4 参照)。
- \* インターバンク市場(短期金融市場)；銀行間取引、預金者軽視の傾向、不十分な信用不安対策。CP 市場(ABCP)。サブプライム・ローン関連で注目された市場。

#### 4. 投資家の分類

- \* 個人投資家；ネット取引が主流に
- \* 機関投資家；年金、投信、金融機関、企業法人(財テクの解消で現在は専ら自社株買いと M&A 絡み、株式の持合等の売買)、各種ファンド(ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、買収ファンド、政府系ファンドなど)。
- \* 外国人投資家；市場出来高のシェアは 60%前後、上場企業の外人持株比率 30%前後

#### 5. ネット時代の投資環境：大量の情報が瞬時にグローバルに行き交う競争時代

- \* 投資家保護とは；価格保証ではない。充分で迅速な情報開示、法令順守・監視機構
- \* 情報開示と企業統治；会計基準、外部監査人(社内監査役)、コンプライアンス・オフィサー、委員会等設置会社、CSR、ネットの活用(情報の収集・発信、発信等)
- \* 監視機関の役割と重要性；金融庁、取引所、証券取引等監視委員会、日本銀行等
- \* 金融市場強化の動き；第二次金融改革等(基礎資料 4 参照)

## 6. 証券(株式を中心に)投資の基本 ;

- \* 株価と企業価値 ; 株価を買うのか、会社(株式)に投資するのか
- \* 銘柄の特色と選択 ; 自社株、優良株、旧財閥系(その中での選択)、新興企業、大型株、中型株、小型株、資源・エネルギー関連、中国関連、内需依存型、輸出関連、CSR銘柄、エコ銘柄、上場・非上場株ほか(自社株以外に自分が働いてみたくなるような会社に、分身として投資する)、外国株
- \* 金融機関(特に証券会社)の活用 ; 投資相談、情報の収集、ラップ口座、投資顧問など
- \* 運用成績評価(最低半年に1回) ; 一般的には期中における代表的株式(業界別も)指標(例日経ダウ平均)或いは類似商品との比較など(相対評価)。
- \* ヘッジの重要性 ; 前掲
- \* ファンダメンタルズ分析 : マクロ経済・業界・企業分析、利回り、PER, PBR、時価総額、益利回り、現在価値算出。特にネットの活用で情報「企業、株価(売買動向を含め)、市場、製品、投資家動向など」収集が格段と進歩し、個人投資家にも容易になっている。
- \* チャート分析 : テクニカル・アナリシス(罫線分析)、特に投資タイミングに有効
- \* 日本市場と海外市場 ; 過剰な個人金融資産(9月末 1535兆円)、何故日本の株価は相対的に低迷するのか、株式投資の先見性に見る日本の将来、個人投資家・預金者に不当な負担を負わず金融・為替政策
- \* アセット・アロケーションの重要性 : 株式、債券、投信、その他と内外バランス
- \* 金融政策 ; バブル後遺症化した異常な金融市場(量的緩和、ゼロ金利解除そして?)で、本来の目的を果たせない。インフレターゲット論等
- \* 昨今注目の金融商品 ; 基礎資料3参照

上場投資信託(ETF) : 例、日経平均型(大和、野村は大証)、東証株価指数型(東証)、海外株価指数型(野村上証50、大証)、金連動型(野村金連動、大証)など。

REIT(不動産投資信託) : 人気化と離散。不動産関連への投資(土地そのものへの投資、不動産会社の株式、或いは上場不動産投信かの選択も)。

ラップ口座(含むファンドラップ) : 一種の一任勘定。顧客のリスク許容度、大まかな投資方針に沿う形で証券会社が預かり資産を運用。

- ## 7. 国際的過剰流動性の問題 ;
- オイルマネー(中東湾岸諸国を中心に)、中国系、ロシア系マネー(国家・擬似国家ファンド)等の動向(基礎資料5参照)。金余りが招く投資から破壊的投機へのマネーの変質。過剰流動性とその資金用途を公益目的(事業)に見出せない国家、企業、家計。IT革命に続く技術革新(イノベーション)を欠く世界経済。ウォール街の侵攻。
- ## 8. ドル離れ現象 ;
- 国際的分散投資(ポートフォリオ)への影響も、中央銀行の外貨準備通貨比率も参考。福井総裁が期待する次期総裁の資質とは、又その真意は? 投資家にも参考に。
- ## 9. サブプライム・ローン問題をどう見るか ;
- 土地バブルと新金融派生商品の登場  
日・米土地バブル関連比較

日本	米国
<ul style="list-style-type: none"> <li>* 地価上昇率が異常(皇居 = カリフォルニア州)</li> <li>* 円高と超過剰流動性の発生(異常な資産バブル)</li> <li>* マイホームの建設と個人の投機目的投資拡大 《企業行動》</li> <li>* 企業による戦略的取得(海外も)も</li> <li>* 需給ギャップの異常拡大と企業価値創造へ向けた経営資源投資軽視の経営、誤ったリストラ(人的資源の放出と信頼関係の崩壊)、自信喪失等</li> <li>* 地上げと土地ころがし</li> <li>* バランスシートの超肥大化と低収益構造 低い生産性 《金融機関と対応策》</li> <li>* 金融・財政政策の限界? (巨額な公的資金投入)</li> <li>* 貸手責任論と金融機関の行動(従来型融資)</li> <li>* 企業・金融機関の破綻、再編。最終段階での外資参入(投売り買い?)、失われた 10 数年。</li> <li>* 国内限定、崩壊後の長期化したデフレと巨額な公的債務 金融政策の効かない危険な経済</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>* 上昇率は異常?</li> <li>* ドル安、インフレ懸念</li> <li>* 低所得者層向け住宅供給増加 《企業行動》</li> <li>* 企業行動(土地投資)は平静</li> <li>* バランスシートの軽量化、生産性向上、一部レイオフ。景気減速 《金融機関と対応策》</li> <li>* 証券化による新ファイナンスとリスク分散 ウォール街の侵攻</li> <li>* 金融機関経営と貸手責任論?</li> <li>* 世界的影響と海外に支援要請</li> <li>* 実体経済への影響はこれから。現在の景気は減速だが後退ではない?</li> <li>* 景気循環との符合? 財政政策発動</li> <li>* 金融政策の限界? 市場原理主義の終焉? 公的資金投入は回避?</li> <li>* 米の対応に見る日本の学習効果?</li> </ul>

**サブプライム・ローン(全体の 10-15%程度か)の証券化:**

- \* 通常の住宅ローン ローンの流動化(転売)。それが証券化されたものが資産担保証券(ABS)。リスクも比較的透明で、格付けによる投資適格銘柄判断も可能。
  - \* 04 年後半からウォール街の積極参入(金融がリード役)によりサブプライム・ローン(金利がステップ・アップ)が浸透、証券化が一段と進んだ。その結果住宅ローン担保証券(RMBS)の中にサブプライム・ローンが含まれるようになる 販売促進のため、他の債務証券等とプールした債務担保証券(CDO、市場規模約 330 兆円)を創出、運用会社(特別目的会社 = SIV)はそれらをプライム、メゼニン、株式に分割、必要に応じて金融保証会社(モノライン)の保証等を付けて(中には AAA も)ファンド等に売却した。リスク精査不能も。
  - \* 関係会社の資金繰等: 担保付きコマーシャル・ペーパー(ABCP)も活用。更に金融機関の間では CDO, RMBS などが擬似マネーとして取り扱われていた。中銀等の流動性供給。
  - \* 関係者: 金融機関(単に融資をするだけでなく関連会社等には運用会社、自己勘定取得、販売用在庫投資など)、金融保証会社、運用会社、格付け機関、投資家(主に各種ファンド)、不動産関連会社等。問題は金融機関の簿外取引の実態 = 連結財務諸表は何処まで?
10. **資産運用と公益・慈善事業**; 円熟した市民社会と寄付(公益法人経由)文化の定着。新資金流通チャンネルの確立で、経済活動の活性化を。NPO バンク、市民ファンドなど。

## 基礎資料・データ：

### 1)東京市場；07年12月28日現在

\* 時価総額：東証一部 483 兆円、二部 5.4 兆円、ジャスダック 13.4 兆円

\* 株価：日経平均 225 種 15,307 円 78 選、東証株価指数(一部)：1,475.68

\* 株価収益率(PER)：225 種前期基準；17.38 倍、予想；16.44 倍

\* 純資産倍率(PBR)：225 種前期基準；1.74 倍、一部全銘柄 1.62 倍、二部全銘柄 0.97 倍  
ジャスダック 0.97 倍

\* 株式益利回り一部全銘柄前期基準；5.12%、予想；5.86%

\* 平均配当利回り(225 種)；前期基準 1.21%、予想 1.34%

同上 一部全銘柄； 同上 1.49% 同上 1.55%

同上 同加重； 同上 1.36% 同上 1.52%

同上 二部全銘柄； 同上 1.79% 同上 1.84%

同上 ジャスダック； 同上 2.06% 同上 2.01%

### 2) 世界主要証券取引所の株価変動率[%](06年12月29日基準)

	指数値(08.1.02)	1週間	現地通貨	ドル換算
NY ダウ平均	13,044.0	-2.4	+4.7	+4.7
米 NASDAQ	2,609.6	-4.2	+8.0	+8.0
日経 225	15,307.8	-2.2	-11.1	-3.5
東証 TOPIX	1,475.7	-2.2	-12.2	-4.7
上海 A 株	5,533.3	+0.8	+96.6	+110.3
上海 B 株(\$)	367.2	+1.1	+163.7	+182.2
英 FTSE100	6,416.7	-1.0	+3.1	+4.3
独 DAX	7,949.1	-0.7	+20.5	+34.6
露 RTS(\$換算)	2,290.5	+0.3	+10.7	+19.2
豪 ALL Ord.	6,434.1	+0.7	+14.0	+27.8
香港(ハンセン)	27,560.5	-2.0	+38.0	+37.4
印 BSE	20,465.3	+1.4	+48.4	+66.6
韓国 KOSPI	1,853.5	-2.8	+29.2	+28.3
ブラジル BVSP	62,815.0	-2.3	+41.2	+70.5
南ア JSEAS	29,290.2	-0.7	+17.4	+21.8

注；東京市場は07年12月28日

出所：The Economist(08.1.5)

### 3) F P が評価する 07 年の金融商品・サービス上位ランキング(日本経済新聞社記事の抜粋)

順位と商品・サービス	内容
1 位 海外 ETF(84 点)	海外の株や債券の主要指数(インデックス)に連動する上場投信の品揃えが急増
2 位 個人向け国債の中途解約ルール変更(76 点)	08 年 4 月以降より中途解約手数料が下がる制度変更を 7 月発表
3 位 金ミニ取引、金 ETF(76 点)	取引単位が従来の先物の十分の一の「金ミニ取引」が 7 月開始、金価格に連動の ETF が 8 月上場(大証)
4 位 インデックス投資(72 点)	株や債券の主要な指数に連動する投信や ETF
5 位 ノーロード(販売手数料無料)投信(65 点)	購入時販売手数料が無料の投信の取り扱い本数がネット証券で急増
6 位 大証上場中国株 ETF・中国株投信(64 点)	10 月に大証に上場した中国株 ETF は一時ストップ高となる加熱振り
7 位 セゾン投信とマネックス証券の「低コスト資産分散型投信」(62 点)	販売手数料無料、信託報酬 1%未満と低コストで分散投資が出来る
8 位 日経 225mini(58 点)	取引単位を小さくした日経平均先物

注：編集部がピックアップした 50 品目を対象に「とても良い」(8 点)「良い」(4 点)「普通」(0)点「やや悪い」(マイナス 1 点)「とても悪い」(マイナス 2 点)の 5 段階で評価してもらい、採点。協力 FP(ファイナンシャル・プランナー)がフルネームで紹介されている(ここでは割愛させていただいた)。

出所；日本経済新聞(07.11.25)「資産運用」から抜粋。但し証券投資に関係ないもの 2 項目を削除し、ここでは協力 FP の氏名は割愛させて頂き作成。

### 4) 東京市場改革と新構想

#### 第 1 次金融改革(日本版ビッグバン、1998 年～)

- 銀行本体での投信の窓口販売解禁
- 証券会社を免許制から登録制にして新規参入を促進
- 株式売買の委託手数料を完全自由化
- 損害保険の保険料率を自由化
- 保険や証券の破綻時の利用者保護基金を新設

#### 第 2 次金融改革(2007 年～)

(金融・資本市場競争力強化プランに盛り込まれた主な改革策；金融庁)

#### 市場に関連した改革策(カッコ内は現時点の実施・施行時期の見通し)

- ETF(上場投資信託)の多様化(08 年夏以降)
- プロ向け市場の創設(09 年以降)
- 株式から商品先物までを扱える総合取引所を解禁(09 年後半以降)
- 課徴金の水準引き上げや対象範囲の拡大(09 年以降)
- 証券取引等監視委員会の人員増強(08 年夏以降)

### 金融機関に関連した改革策

- 銀行、証券、保険会社間の業務隔壁(ファイアウォール)の緩和(09年以降)
- 銀行、保険会社の業務範囲拡大(09年以降)
- 海外ファンドへの課税基準策定(08年以降)

### 金融庁自身の改革策

- 金融機関や業界団体との対話拡充(08年以降)
- 法令解釈や行政処分の基準明確化(08年以降)
- 海外当局との情報・意見交換の推進(08年以降)
- 市場のリスクの早期発見体制の整備(08年以降)

### 市場の周辺環境に関連した改革策

- 国際的に通用する金融の人材育成(08年以降)
- 国際金融センターとして都市インフラ整備(08年以降)

出所：日本経済新聞(07.12.21&22)記事からの再編

## 5)各種ファンド

世界の政府系ファンド(SWF)の運用資産残高：米メリルリンチの推定(日経 08.1.4)

最大：2兆2280億ドル(約245兆円)

うち産油国ファンド(全体の約70%)：1兆5600億ドル(171兆5500億円)

### SWF リーグ

国	資産 \$ bn	設立
UAE:Abu Dhabi Inv. Authority	875.0	1976
Norway: Government Pension Fund-Global	380.0	1996
Singapore: GIC	330.0	1981
Saudi Arabia: various	300.0	Na
Kuwait: Reserve Fund for Future Generation	250.0	1953
China Investment Corp.	200.0	2007
Singapore: Temasek Holdings	159.2	1974
Libya: Oil Reserve Fund	50.0	2005
Qatar: Qatar Inv. Auth.	50.0	2005
Algeria: Fond de Regulation des Recettes	42.6	2000
US: Alaska Permanent Fund Corp.	38.0	1976
Brunei: Brunei Inv. Auth.	30.0	1983
Other	171.4	--
<b>Total</b>	<b>2,876.3(約317兆円)</b>	
<b>その内石油・ガス関連</b>	<b>2,103.4(約232兆円)</b>	

出所：The Economist, 08.1.19-25