今後が期待される英国のリテール向け ストラクチャードプロダクト市場

西森美貴

リテール向けストラクチャード プロダクト市場の現状

リテール向けストラクチャードプロダクト（以下、RSP）市場は、欧州を中心に2007年まで顕著に拡大を遂げてきたが^{注1}、08年のリーマン・ブラザーズ破綻および金融危機を背景に、世界的に縮小に転じており、09年内の需要回復は全般に厳しい状況にある。

RSPとは、オプション取引などのデリバティブを組み込むことにより、投資家のニーズに合わせたリターンを提供するリテール向けの金融商品である。欧州においてRSPは、富裕層やマスアフルエント（大衆富裕層）だけでなく、一般の個人投資家にも広く販売されている。

RSPの商品特性は、①デリバティブに関する原資産（株式、金利、コモディティ等）、②発行形態（預金、保険、ファンド、ノート等）、③ペイアウトストラクチャー（元本保証機能の有無、クーポンの有無等）、④満期——で規定され、これらの組み合わせによって多様な商品が提供されている。商品の嗜好は地域・国によって大いに異なっており、英国では、株式を原資産とする元本保証

金融危機の悪化に伴い、リテール（個人投資家）向けストラクチャードプロダクト市場は世界的に収縮傾向にある。その一方で、英国における2008年のストラクチャードプロダクト発行総額は、07年比25%増と成長が目覚ましい。商品組成上の工夫とも相まって、今後さらなる発展が期待される。

機能の付与された預金、保険、ファンド形態のRSPが主流である。

依然成長が期待できる 英国RSP市場

従来、英国では、投資信託経由での株式投資が好まれてきたうえ、2000年代前半のプレシパイス（precipice）債^{注2}による損失被害がまだ記憶に新しく、RSP市場の発展は他の欧州主要諸国に比べ後れを取ってきた^{注3}。しかし、ドイツ、スイスなど主要市場で市場の収縮傾向が顕著^{注4}となるなか、2008年の英国のRSP新規発行総額は前年比25%増の96億8000万ポンド、発行件数は同20%増の985件^{注5}と、RSPはプレゼンス（存在感）を拡大している。その理由としては、以下の2点が挙げられる。

第1に英国における金融商品の主たるディストリビューターである独立系ファイナンシャルアドバイザー（IFA）によるRSPの拡販がある。英国のRSP販売シェアは、IFA経由が45%と最も高く、その存在感は大きい^{注6}。

IFAは従来、金銭的な見返りの高い投資信託の販売に注力する傾向が

強かったが、景気低迷による投資家ニーズの保守化を受け、元本保証機能があり、低金利環境でも相対的に利回りの高いRSPに注目するようになった。実際、英国で販売されているRSPの約8割が元本保証機能つきである。発行形態別では、預金約3割、保険約3割、ファンド約2割、ノート約2割という内訳になっている。特に預金タイプのRSPは、英国預金保護規制により、万が一発行体となる銀行が破綻した場合でも、各自最大5万ポンドが保証されるため、投資家の不安も抑えられ、IFAにとっても奨励しやすい商品となっている。

第2に、2008年4月に施行されたキャピタルゲイン税率の18%への一律化が寄与していると考えられる。本改正による節税メリットは、高所得者層において特に大きく^{注7}、当該所得層を中心に、依然40%の旧税率が適用される一般預金から、新税率が適用されるファンドタイプのRSPへ資金シフトが続くと指摘もある^{注8}。投資信託にも同じ税率が適用されるが、パフォーマンス（実績）悪化により資金流出が起こるなか、その受け皿としてファンドタイ

プをはじめとするRSPに注目する向きもある^{注9}。

市場の混乱、今後の見通しの不透明感拡大を受けて、金融商品の商品特性は世界的に原点回帰が進んでいる^{注10}。RSPの歴史が浅くプレーン商品が主体の英国市場では、シンプルな商品がより受け入れられやすいとされることから^{注11}、さらなる拡大が期待できるといえる。

RSP市場拡大へ向けた商品組成の工夫

英国のRSP市場においても、投資家の懸念に対応するべく工夫を凝らした商品が相次いで組成されている(表1)。リーマン・ブラザーズ破綻を受け、特にRSP発行体の信用リスクが、投資元本保証に次いで投資家の目下の懸念事項となっている。

これに対し、SPV(特定目的事業体)の活用による発行体からの倒産隔離やサードパーティ(第三者機関)への担保管理の委託など、発行体の信用リスクを軽減したRSPの組成が進められている。また、RSPは本来、中・長期投資を目的としたものであるが、相場見通しの不透明さから長期の資金拘束を回避しようとする動きを踏まえ、満期の短いRSPを投入する動きもある。

RSPの透明性・流動性向上に向けた取り組みも散見される。RSPは満期以前での途中売却が難しい金融商品であるが、証券取引所上場型のRSPが導入され、取引の流動性が高まっている。ロンドン証券取引所では、RSP上場の要件(ペイアウト(投資家に支払われるリターン)、通貨、満期等)を緩やかにすることで柔軟性の高い上場環境を用意し、市場参加者により多くのオポチュニティ(好機会)を提供している。

このほか、市場金利の低下やボラティリティ(資産価格の変動)の増大等による投資家の安定利回り嗜好

表1 投資家ニーズの喚起に向けたRSPの商品組成

RSPの商品組成の工夫	
信用リスクの軽減	<ul style="list-style-type: none"> SPV活用による倒産隔離、ファンド形態の発行 担保資産を「G10国債」としたり、担保管理を決済機関などのサードパーティへ委託 高格付の発行体を活用
長期の資金拘束回避 透明性・流動性の向上	<ul style="list-style-type: none"> RSPの満期を短縮 RSPの上場 証券取引所を経由したRSP取引
利回りの確保 プロテクション機能の強化	<ul style="list-style-type: none"> 高い固定クーポンを提供するインカムプロダクトの組成 ヨーロッパ・コールオプション活用によるバリエーションの軽減 アベレージング(averaging)活用による原資産大幅下落に対する保護提供

出所) 各種資料よりNRIヨーロッパ作成

を受け、インカムゲイン志向のRSP組成の活発化^{注12}や、元本保証や利回り保証等の保護機能の強化なども行われている。前述の市場拡大要因に加え、こうした商品プロバイダー(提供者)の工夫による投資家ニーズの喚起も期待されている。

RSP市場の発展は今後も継続

現金として滞留している投資家資金がRSPに回帰する可能性は指摘されているものの、グローバルではRSP市場の回復は、おおむね金融市場の回復待ちとなっている。しかし、RSPの性質自体が否定されたわけではなく、本稿で触れた商品上の工夫(発行体リスク軽減、商品透明性・流動性の向上など)により、投資家ニーズに対応する動きは今後も継続するものと見られ、特に、成長の余地が十二分にある英国のRSP市場は注目に値する。

注

- グローバルベースのRSPの発行総額は、2003年から07年にかけて、2100億ドルから5700億ドルと、約2.7倍の拡大を遂げたが、08年には5300億ドルに縮小
- いわゆるSCARPs(structured capital-at-risk products)とされる高利回りながら元本割れリスクのある仕組み債。FSA(英国金融庁)の推計によると、SCARPsによる推定損失額は1997年4月~2004年2

- 月で約22億ポンドに上った
- 英国のRSP市場規模は世界最大であるドイツRSP市場の5分の1程度。日本のRSP市場の規模は英国の約3分の2
- 2008年ドイツのRSP新規発行総額は7%減、スイスは24%減となっている(エリート調査)
- 運用会社ブルースカイ・アセット・マネジメントの見解
- その他の販売チャネルのシェアは、リテール銀行が30%、プライベートバンク(富裕層向け銀行)が20%
- 年収3万3000ポンド以上の個人で、英国成人の1割に該当
- RSP有識者のコメント。預金・MTN(社債の一種)を発行形態とするRSPについては、本稿で述べたキャピタルゲイン税率は適用されない
- IFA向けRSPプロバイダーARCキャピタル・アンド・インカム、ブルースカイ・アセット・マネジメントの見解
- 複雑性を伴う商品から簡素なハイオフ形態など、透明性が高く理解が容易な商品への商品特性の回帰傾向。ただし、投資家は原資産の多様化には寛容である
- RSPプロバイダーであるNDFのマーケティングマネージャーの見解
- 新規発行のRSPのうち、インカムプロダクトの割合は、2007年には2.6%であったが、08年には6.8%、09年3月末には11.8%に拡大

『金融ITフォーカス』2009年5月号より転載

西森美貴(にしもりみき)
NRIヨーロッパアナリスト