

今後が期待される英国リテール向け ストラクチャード・プロダクト市場

金融危機の悪化に伴い、リテール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、英国におけるストラクチャード・プロダクト発行総額は前年比25%増と成長が目覚ましい。商品組成上の工夫も相俟って今後、更なる発展が期待される。

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¹⁾、今般の金融危機及びリーマン破綻を背景に、世界的に縮小に転じており、2009年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。欧州では、RSPは、富裕層及びマスアフルエントのみならず、一般個人投資家にも販売されている。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、クーポンの有無など）、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上、2000年代前半のprecipice債²⁾による損失被害が未だ記憶に新しく、英RSP市場の発展は他の欧州主要諸国に遅れをとってきた³⁾。しかし、ドイツ、スイス等主要市場において市場の収縮傾向が明確⁴⁾となる中、2008年の英国のRSP新規発行総額は前年比25%

増の96.8億ポンド、発行件数は前年比20%増の985件⁵⁾と、プレゼンスを拡大している。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拡販がある。英国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、低金利環境において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割が元本保証機能付きである。発行形態では、預金タイプ約3割、保険タイプ約3割、ファンド・タイプ約2割、ノート約2割という内訳となっている。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、昨年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、パフォーマンス悪化により資金流出が起こる中、その受け皿としてファンド・タイプを始めとするRSPに注目する向きもある⁹⁾。

市場の混乱、今後の見通しの不透明感拡大を受け、金融商品の商品特性は世界的に原点回帰が進んでいる¹⁰⁾。

NOTE

- 1) RSPのグローバル・ベースの発行総額は、2003年から2007年にかけて、\$210bilから\$570bilへと約2.7倍の拡大を遂げた。
- 2) 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£2.2bilに上った。
- 3) 英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。わが国RSP市場の規模は英国の約3分の2。
- 4) 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。(Arete社調査)
- 5) 運用会社Blue Sky Asset Managementの見解。
- 6) 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・バンクが20%。
- 7) 年収£33,000以上の個人で、英国成人の1割に該当。
- 8) RSP有識者のコメント。預金・MTN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。
- 9) IFA向けRSPプロバイダー Arc Capital and Income、運用会社Blue Sky Asset Managementの見解。
- 10) 複雑性を伴う商品から簡素なペイオフ形態等、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。但し、投資家は原資産の多様化には寛容である。
- 11) RSPプロバイダー NDF A マーケティングマネージャーの見解。
- 12) 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、2008年には6.8%、2009年3月末には11.8%に拡大。

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¹¹⁾、更なる拡大が期待できると言える。

RSP市場拡大へ向けた商品組成の工夫

英国市場においても、RSPに関する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。リーマン破綻を受け、特にRSP発行体のクレジットリスクが、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の活用による発行体からの倒産隔離やサードパーティへの担保管理の委託等、発行体のクレジットリスクを軽減した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。

図表 投資家ニーズ喚起に向けた商品組成

商品組成の工夫
クレジットリスクの軽減
<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等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
<ul style="list-style-type: none"> ・ RSPの満期を短縮
透明性・流動性の向上
<ul style="list-style-type: none"> ・ RSPの上場 ・ 取引所を經由したRSP取引
利回りの確保
<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
プロテクション機能の強化
<ul style="list-style-type: none"> ・ ヨーロピアン・コールオプション活用によるバリアリスクの軽減 ・ 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

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。ロンドン取引所 (LSE) では、RSP上場の要件 (ペイアウト、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、マーケット参加者により多くのオポチュニティを提供している。

この他、市場金利の低下やボラティリティの増大等による投資家の安定利回り嗜好を受け、インカム志向のRSP組成の活発化¹²⁾や、元本保証や利回り保証などのプロテクション機能の強化等も行われている。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、概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訳でなく、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・流動性の向上等) 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RSP市場は注目に値する。■

Writer's Profile



西森 美貴 Miki Nishimori

NRIヨーロッパ
アナリスト
専門は欧州金融ビジネス調査
focus@nri.co.jp