

多様化する個人向け金融商品

1,300兆円を超える個人金融資産を巡って各金融機関が新たな金融商品の開発・販売に積極的に取り組んでいる。本レポートでは、それらの中から、2000年に入って登場した従来とは異なる商品特性を持った投資信託と、新たな個人向け金融派生商品として取引が開始されたカバードワラントの紹介をする。

1. 投資信託

1999年に年間1,350億円の純減であった株式投資信託へ2000年1月から8月末までにおよそ3兆円の個人投資家の資金が流入している¹。また、公社債投資信託は同時期に約5兆2,700億円の純増となった。特に、中期国債ファンドと長期公社債投信への資金流入は従来に比べ顕著である。2000年の「貯蓄と消費に関する世論調査」（貯蓄広報中央委員会）によれば、1世帯当たり平均貯蓄保有額に占める投資信託の割合は、99年の1.0%から2.2%に増加しており、投資信託に再び個人投資家の注目が集まり始めていることがわかる(表1)。

表1 1世帯当たりの平均貯蓄保有額に占める金融商品種類別構成比

	貯蓄保有額	(単位:%)												
		預貯金	民間預金	郵便貯金	貸付金 信託	簡易生命 保険	損害 保険	個人 年金	有価 証券	債券	株式	投資 信託	財形 貯蓄	その他
1999年	1366万円	57.2	38.5	18.7	2.6	20.1	2.1	4.8	9.7	1.5	7.2	1.0	2.9	0.5
2000年	1448万円	55.7	36.3	19.4	2.7	20.7	2.3	4.8	10.6	1.3	7.1	2.2	2.8	0.3

(出所) 貯蓄広報中央委員会『貯蓄と消費に関する世論調査』（平成12年）より野村総合研究所作成

新商品という観点からは、同時期に271本の投資信託が新たに設定されている²。株式投信の設定が、公社債投信の設定よりも圧倒的に多いのが最近の特徴で、271本中237本が株式投信であった。このようにたくさんの投資信託が設定される中で、従来あまり見られなかったタイプのファンドが登場してきている。

¹ 証券投資信託協会調べ。大口向けを除いて計算している。

² 証券投資信託協会『投資信託』より。ちなみに、98年には594本、99年には340本の投資信託が設定された。また、98年は公社債投信の割合が高い。

1) 下値限定型ファンド

2000年4月より、高金利時に預けられた郵貯定額貯金の大量満期が訪れている。郵貯から流出することが予想される資金の受け皿となる商品として、当時郵貯に預けられた資金がリスク選好の低いマネーであるとの推察から、比較的リスクの低い新たな投資信託の開発がなされた。

プルデンシャル投信は、日経平均株価の水準により償還価額が変動する債券を高位に組入れることで日経平均株価が上昇した場合のメリットを一定程度享受しつつ（キャピタル・ゲインの上限は元本の9.75%）、キャピタル・ロスを最大でも元本の10%までに抑える投資信託を開発した。ファンドは設定から3年の信託期間を経て償還されるが、償還価額は償還日の約6週間前から約2週間前までの1ヶ月間（株価参照期間）の日経平均株価終値の平均値に基づいて決まる仕組みになっている。株価参照期間の日経平均株価終値の平均値が設定日の終値を上回れば、償還価額は元本を上回り、逆の場合は償還価額が元本を下回る。株価参照期間の日経平均株価終値の平均値がファンド設定日の終値を大きく上回っていた場合でも償還価額は最大で元本の109.75%までしか増えない代わりに、大きく下回った場合でも、元本の90%は例外的な場合³を除いて保証される。

一方、ビー・エヌ・ピー・パリバ アセットマネジメントが設定・運用するファンドは、日経平均株価の変動を反映するように運用がなされるファンドで、信託期間中に記録した最高基準価額の90%を償還時に支払うことを保証する。償還時の基準価額が最高基準価額×90%を上回る場合は、償還時の基準価額が償還価額となる。基準価額の動きが日経平均株価の変動の20~60%となるように日経平均株価指数先物・オプションを組み入れるので、ファンドが日経平均株価をアウトパフォームすることはないが、元本の90%は基本的に保証される。同ファンドは2000年5月に設定されたが、最近の日経平均株価の低迷から、2000年7月末の資産配分は日経平均株価オプション・先物（0.5%）、公社債（55.1%）、現金及びコール（44.4%）となっており、基準価額の日経平均株価との連動率が20%を切っている。

これら2つのファンド以外にも、第一勧業ジェーピーモルガン投信が信託期間1年の単位型公社債投信で、償還額が日経平均株価に連動するものの基本的には下値リスクが当初元本の70%に限定されるファンド「DKB モルガン リスク限定型ファンド（愛称：コア・プラス）」を2000年9月に設定している。

このような下値限定型の投信は相対的に高いリスクを取ることにまだ慣れていない顧客が、有価証券投資を始める際の入門商品として開発されたといえよう。下値限定型投資信託の販売チャネルはそのような顧客が多く訪れそうな銀行が中心となっている。

³ 投資対象である債券の発行会社が倒産した場合や、債券の格付けが著しく劣化して売却価格が大幅に下落した場合。

表2 下値限定型投信の例

ファンドの名称	PM償還時90%元本確保型日経平均株価連動ファンド2000-07(愛称:エントリー)	BNP リスク限定型日本株式ファンド(愛称:まもるくん)
運用会社	プルデンシャル投信	ビー・エヌ・ピー・パリバ アセットマネジメント
商品分類	単位型公社債投信/内外債券型	追加型株式投信/バランス型(限定追加型)
投資対象	主にUBS銀行が発行するユーロ円債(格付けは、S&P:AA+,ムーディーズ:Aa1)。この債券の償還価額は、日経平均株価の水準により変動する。	内外の高格付け債券を中心に組入れ、残りは日経平均株価に連動するように株価指数先物・オプションに投資。
設定日	2000年7月25日	2000年5月19日
信託期間	3年	3年
信託報酬	0.45%	1.4%
販売会社	中央三井信託銀行	興銀、富士銀行
純資産額(2000.7末)	86億8,500万円	156億6,100万円

(出所) 目論見書等より野村総合研究所作成

2) 成功報酬型ファンド

一般的に、アクティブ運用型のファンドは、その運用成績にかかわらずファンドの純資産残高に基づいて一律に運用会社の報酬が決まる。投資家の一部には、基準価額が下落して損した場合にも高い手数料や信託報酬を取られることに関して不満があった。これに対して、運用会社に成功報酬制度を導入したファンドも登場してきている。

スミセイグローバル投信が2000年9月に設定したファンドにおいては、ファンドの申込手数料をゼロにし、信託報酬も0.1%という低水準に設定する代わりに、運用のパフォーマンスが高かった場合に運用会社に成功報酬が入る仕組みになっている。ファンドの評価を行っているモーニングスター社によると、2000年8月3日現在ノーロードのファンドは163本あるが、その内アクティブ運用の株式投信の信託報酬を見るとおよそ1%弱のファンドが多く、当ファンドの投資コストは他のノーロード・ファンドに比べて低いと言える。その結果、投資コストに敏感な投資家に積極的に受け入れられる可能性がある。

成功報酬に関して具体的には、①各決算日を基準日とする3ヶ月間のパフォーマンスが、同期間のTOPIXの騰落率を上回り、②当該3ヶ月間に基準価額が上昇している場合に、同ファンドの基準価額のTOPIXに対する超過収益額の20%が成功報酬となる(表3)。以上のような成功報酬制度を導入することで、運用会社のファンド・マネージャーのモチベーションが一般のファンドの運用以上に高まる効果があるとも考えられる。

「ノーロードファンド（維新）」

- ・ 運用会社：スミセイグローバル投信
- ・ 商品分類：追加型株式投信／国内株式型
- ・ 投資対象：今後大きな成長が期待される国内企業。東証1部上場の小型株及び東証2部上場銘柄等を半分以上組み入れる。
- ・ 販売会社：DLJ ディレクト SFG 証券、住友生命
- ・ 申込手数料：ゼロ
- ・ 信託報酬：0.1%

表3 成功報酬の計算例

	3月	6月	騰落率
TOPIX	1,500	1,725	15%UP
「維新」の基準価額	10,000円	13,000円	30%UP

上の表の場合、3月に1万円を投資した投資家は、6月に
 成功報酬 = {13,000 - (10,000 + 10,000 × 15%)} × 20% = 300 (円) を負担する計算になる。
 割合としては、300 / 10,000 = 3%となる。

(出所) 野村総合研究所作成

3) 絶対収益重視型ファンド

特定の株価指数を運用のベンチマークとせず、中長期的な絶対収益を重視した運用を行うファンドも登場してきている。日興アセットマネジメントが設定・運用し、2000年9月から募集を開始した追加型株式投資信託「ミュータント」は、中長期的に成長することが見込まれる業界・企業を主な投資対象とするため、ファンドの短期的なリターンは市場全体のリターンに連動しないこともあるという。投資家に対して短期的な価格の変動によりファンドを解約するのではなく、中長期的な保有によって投下元本に対する絶対的な収益を得ることを目的としてもらうよう促す金融商品で、その趣旨を理解し、市場全体のリターンを上回るリターンを狙う投資家には受け入れられよう。ただ、絶対収益を重視するといっても、そのために特に新たな仕組みが用いられているわけではなく、ベンチマークをあえて特定していないだけとも言えなくもない。

「ミュータント」

- ・ 商品分類：追加型株式投資信託／国内株式型（一般型）
- ・ 投資対象：国内株式中心、純資産総額の30%を上限に外国株式へも
- ・ 信託期間：10年
- ・ 信託報酬：1.9%

4) 仕組み型ファンド

リース・クレジット債券の小口化商品や不動産 ABS 等の仕組み商品を投資対象とする仕組み型ファンドの投資家はこれまで主に機関投資家を中心であったが、最近になって公募で主に個人投資家向けの仕組み型ファンドも登場してきている。中央三井アセットマネジメントは、2000年8月に不動産 ABS（資産担保証券）を主な投資対象とするファンド「中央三井・不動産 ABS インカムオープン B 号」を設定した。

同ファンドにおいてはファミリーファンド方式が採られており、同ファンドはベビーファンドとして実質的な運用を司るマザーファンドの受益証券に投資する。マザーファンドは、エクイティ（株式、出資証券等）とデット（債券、ローン等）に大別される不動産 ABS の中でも、元利金の支払いがエクイティ部分に優先してなされるデット部分に主に投資する。マザーファンドへの不動産 ABS の組入れ比率は、50%以上とし、組入れるのは原則として格付が A 格以上のものとする⁴。不動産 ABS 以外の部分は格付 A 格以上の国内公社債に投資する。A 格の普通社債よりは多少利回りが良くなるように安定的な運用がなされる見込みで、リスクの程度を据え置いたまま少しでも高いリターンを求める投資家をターゲットにした商品と言える。

同ファンドは、当初募集期間に上限の 100 億円に近い約 91 億円の資金を集めた。2000年8月末現在の不動産 ABS の組入れ比率は 76.3%で、ダブル A 格からトリプル B 格までの 2 種類 4 本の不動産 ABS に投資している。

中央三井・不動産 ABS インカムオープン B 号（プロエステート B 号）

- | | |
|---|-------------------------|
| ・運用会社：中央三井アセットマネジメント | ・信託期間：5 年 |
| ・商品分類：追加型株式投資信託／バランス型 | ・申込単位：1 口（1 万円）以上 1 口単位 |
| ・販売会社：中央三井信託銀行、極東証券 | ・申込手数料：ゼロ |
| ・信託報酬：年換算収益分配率に応じて変わる。例えば、年換算収益分配率が 2%以下の場合は 0.65%。 | |

2. カバードワラント

規制緩和による新商品の開発等により、金融派生商品（デリバティブ）も一般個人投資家の金融資産の選択肢となってきている。カバードワラントもその 1 つで、外資系の証券会社を中心に発行がなされている。

カバードワラントとは、「株価指数や個別株式を満期日までにあらかじめ定められた価格（権利行使価格）で買い取ったり（コール）、売りつけたり（プット）する権利」（＝

⁴ 但し、不動産 ABS 組入れ部分の 30%を上限として BBB 格のものにも投資できる。

株価指数オプション、株券オプション) を少額の資金からでも投資できるように小口証券化したものである。株券オプション取引や株価指数オプション取引が権利の売買であるのに対して、カバードワラントの取引は権利の対象となる企業とは別の企業が発行した有価証券の売買である。カバードワラントを新たな金融商品として扱えるようになったのは、98 年 12 月の証券取引法の改正により有価証券店頭デリバティブ取引が解禁されるとともに、カバードワラントが証券取引法上の有価証券に含まれる(証券取引法第 2 条第一項十の二) という規制緩和がなされたためである。

商品の仕組みは株券オプション取引に非常に類似している。ここでは、ゴールドマン・サックス・インターナショナルが発行するカバードワラントである「e ワラント」を例に取って説明する。

表 4 カバードワラント(コール型)の例

対象企業	権利行使価格 満期日	1ワラント当たり 原資産数	プレミアム(%) デルタ	ワラントの 買い気配値	ワラントの 売り気配値	原株時価
アサヒビール	1,000円 2001/3/13	0.2	13.00 0.52	22.50円	23.30円	985円
アサヒビール	1,500円 2001/11/13	0.5	57.60 0.13	26.30円	27.10円	985円

(出所) DLJ ディレクト SFG 証券のホーム・ページより野村総合研究所作成

e ワラントにおいては、コール型のオプション(を証券化したもの)のみが売買の対象となる⁵。ゴールドマン・サックス・インターナショナルがマーケット・メイクを行っており、投資家はホーム・ページ上に出される売り・買いの気配値を見ながら売買を行う。一般的に、対象企業が同じカバードワラントにおいて、その他の条件が同一であれば、満期日までの残存期間が長い方がカバードワラントの価値は高くなる。ちなみに e ワラントの取引期間は 9 ヶ月から 18 ヶ月に設定されており、取引期間が 2 ヶ月もしくは 8 ヶ月の株券オプション取引より長い。

カバードワラントの理論価値は基本的に現物株の株価の動きに連動するが、その変動率は現物の株式よりも大きい。従って、同額の投資でも株式投資より利益が大きくなる可能性がある反面、損失が大きくなるリスクもある。ただし、損失は最大でも投資額(カバードワラントの購入額)に限定される。

売買は 1,000 ワラントを単位に行なわれるので、表 4 のアサヒビールの場合、2.5 万円前後から取引ができる。その他の銘柄も現物の株式を売買するのに比べて少額の資金から投資することができる⁶。表中の「1 ワラント当たり原資産数」は対象企業の株式 1 株分の本

⁵ シティコープ証券やクレディ・リヨネ証券が発行するカバードワラントは、コール型とプット型の両方がある。プット型の場合は、株価が下落した場合に収益が上がる。

⁶ 株券オプション取引の取引単位は、対象株券の売買単位と同じ数量が 1 単位とされる。株券オプション取引においても少額からの取引が可能である。だが、現在個人投資家による取引はほとんどされていない。

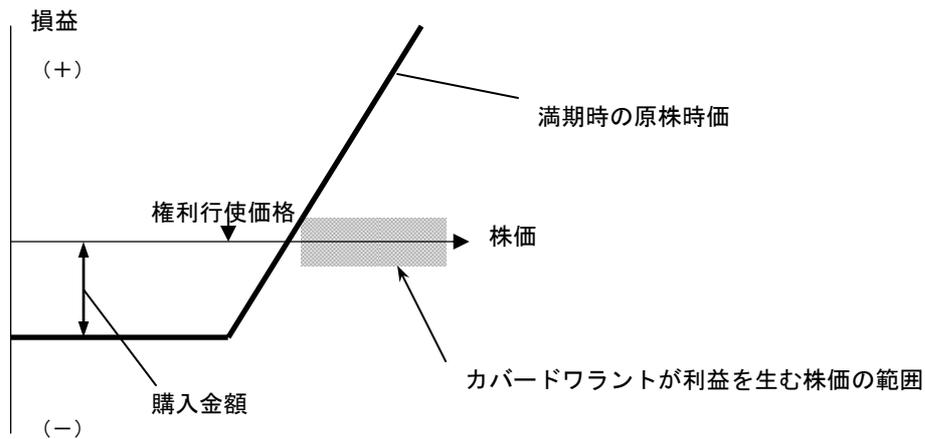
ワラントに対する1（カバード）ワラントの価値を示したものであり、アサヒビール（満期日2001年3月13日）の例で言えば、1,000（カバード）ワラントを購入した場合、200株分の本ワラントを購入したことになる。つまり、これは小口証券化の程度を示したもので、その数値は発行者が決定している。

投資家は、満期日までの間、気配値を見ながらいつでもカバードワラントの売却をすることが可能である。そして、満期を迎えた時、対象銘柄の株価が権利行使価格を下回っていた場合、カバードワラントの価値はゼロになる。逆に対象銘柄の株価が権利行使価格を上回っていた場合、償還価額は、

$$\{ (\text{満期時の原株時価}) - (\text{権利行使価格}) \} \times (\text{1ワラント当たり原資産数}) \times (\text{保有ワラント数})$$

と計算される。ただし、購入時からプレミアム分以上株価が上昇しないと、償還価額より購入価格の方が高くなり損をすることになる（図1）。

図1 eワラント満期時における損益図



（出所）野村総合研究所作成

カバードワラントの特徴として、第一に購入代金が大きくなりなかなか手の届かない値がさ株にも少額から投資できるという点が挙げられるが、同時にハイリスク・ハイリターンな金融商品であり、投下資金を全て失う可能性もある。第二に、株券オプション取引においてオーダー・ドリブン方式が取られているのに対し、カバードワラントの取引においてはマーケット・メイク方式が取られているため、注文の執行可能性が高い点が挙げられる。しかし、1社によるマーケット・メイクは価格形成の点で透明性が低く、投資家が高いスプレッドを抜かれる懸念もある。第三に、売却などで得た収益については、現在のところ雑所得として総合課税方式により課税がなされる点も挙げられる。

表5 主なカバードワラント

商品名	eワラント	ミニ株オプションボンジュール	シティバンクカバードワラント
発行者	ゴールドマン・サックス・インターナショナル	クレディ・リヨネ・フィナンシャル・プロダクツ・ガランジー・リミテッド	シティバンク、A・G
取引時間	午前9時～午後3時	午前9時～午後3時	午前9時～午後7時
取扱い銘柄数(注)	日本株111、株価指数2	日本株55	日本株25、外国株13、株価指数3
取引の種類	株価指数を除きコール型のみ	コール型・プット型の両方	コール型・プット型の両方

(注) eワラント、シティバンクカバードワラントの取扱い銘柄数は2000年8月29日現在。ミニ株オプションボンジュールの取扱い銘柄数は2000年7月現在。

(出所) 目論見書等により野村総合研究所作成

以上に加えて、2000年8月に権利行使価格を1円に設定したコール型のカバードワラント「ポケット株」(発行者:ゴールドマン・サックス・インターナショナル)が登場した。このように権利行使価格を極めて低く設定すると、買い取る権利、つまり株券コール・オプションそのものの価値が現物株の株価とほぼ同じになり、値動きもほぼ連動する。そして、1ワラント当たり原資産数を調整してそれを小口証券化することにより、投資家は少額から事実上株式投資と同様の投資が可能になるという仕組みである。価格変動のリスクは上記のカバードワラントよりも低く、株式と同水準となる。2000年8月現在、日本株64銘柄を取り扱われている。この商品は、株式ミニ投資(ミニ株)と商品性が類似しているが、ポケット株においては①指値注文が出せる、②単位株が1株の銘柄も購入可能、③満期日がある、という点でミニ株とは性質が異なる。純粋に少額で短期的な株式投資を行いたい投資家のニーズを満たす金融商品である。

表6 ポケット株(コール型)の例

対象企業	権利行使価格	満期日	1ワラント当たり原資産数	ワラントの買い気配値	ワラントの売り気配値	原株時価
日本電信電話	1円	2002/2/19	0.00001	12.90円	13.10円	1,300,000円

(出所) DLJダイレクトSFG証券のホーム・ページより野村総合研究所作成

3. 多様化する個人向け金融商品

金融機関が多様な新金融商品を個人投資家に積極的に提供する背景には、規制緩和と金融技術の発展によって以前よりも多くの種類の金融商品を設定・販売することができるようになったこと、2000年4月に始まった郵貯定額貯金の大量満期により流出する資金と全体で約1,300兆円を超える個人金融資産をターゲットに各金融機関がリテール重視の戦略を明確に打ち出し、新たな主力商品を育成しようとしていることが挙げられる。

紹介した金融商品からは、商品の提供者が今まで以上に投資家のニーズを重視した上で商品特性を工夫し、新たな投資需要を掘り起こそうとしている意図が窺えるが、新タイプの金融商品であるということは顧客に対する商品説明が既存の商品以上に必要かつ重要であることを意味する。金融機関はその点にも留意し、商品開発を進める必要があるかもしれない。

新しい金融商品が個人投資家の間に定着するのには一般的に時間がかかり、またあまり投資家に受け入れられずに廃れていってしまうこともあると思われるが、個人投資家にとって投資の選択肢が増えるのは望ましいことであり、今後とも新たな金融商品の開発が注目されよう。

(岩谷 賢伸)