

コロナ禍において活況を呈する欧州リテール証券ビジネス

磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. コロナ禍によって欧州の多くの主要都市がロックダウン（都市封鎖）に陥った2020年3月、移動を制限された個人投資家が、平時とは異なる投資行動を見せた。
2. ウェルス・マネジメント事業（WM事業）の欧州最大手UBSでは、2020年第1四半期に堅調な業績を上げた。ロックダウンによって多くの従業員が在宅勤務となったが、顧客とのやり取りはむしろ増加したとされることから、UBSが非対面営業を行える体制を構築していたと同時に、実際に非対面ツールに移行しても揺るがない富裕層顧客との信頼関係を従来から築くことができている姿が窺える。
3. また、3月は、富裕層投資家だけでなく、投資額が少ない若年層や投資経験が少ない個人投資家も、英国やフランスなどにおいて口座開設や売買を活発化させる動きを見せた。
4. 金融市場が急変しリスクが高い局面であったが、個人投資家の動きが活発化したことは、それだけの投資ニーズが3月に発生していたことを示している。現在は、平時とは異なるリスク選好を示した個人投資家に対して金融機関がまずは上手く応えたというところであるが、今後はこうした個人投資家とどのように長期的に関係を持続していけるのかが金融機関に問われることとなる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太「コロナ禍で加速する米国リテール証券業界のデジタル化」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号。
- ・北野陽平「コロナ禍を契機に個人投資家のオンライン投資が拡大する ASEAN」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号。

I コロナ禍において活発化する個人の投資行動

欧州において新型コロナウイルスの感染が急速に拡大した 2020 年 3 月、多くの主要都市がロックダウン（都市封鎖）に陥った中で、移動を制限された個人投資家が、平時とは異なる行動を見せている。富裕層を対象としたウェルス・マネジメント事業（以下、WM 事業）の欧州最大手である UBS では、2020 年第 1 四半期の WM 事業の税引き前純利益が前年同期比 41%増の 12 億ドルとなり、同社全体の業績を牽引した。ロックダウンによって従業員が在宅勤務となったため、従来のような富裕層投資家への対面での営業活動は困難になったが、UBS では顧客とのやり取りがむしろ増加したという¹。また、3 月は、若年層や投資経験が少ない個人投資家も、英国やフランスなどにおいて口座開設や売買を活発化させる動きを見せた。

金融市場が過去に例を見ない市場ストレスに晒され、リスクが高い局面であったが、個人投資家の動きが活発化したことは、それだけの投資ニーズが 3 月に発生していたことを示している。他方で、異例の事態が生じる中で、投資アドバイスを提供する金融機関にとっては、顧客とどのように接するかが問われる難しい場面であったともいえる。そこで、本稿では、そのような場面で堅調な業績を上げることができた UBS の WM 事業と、英仏の若年層投資家の動きに焦点を当てて、直近の欧州金融機関のリテール証券ビジネスにおいて生じた変化について考察する。

II 非対面営業でも収益を確保する UBS のウェルス・マネジメント

1. 従来から WM 事業を中核に据えてきた UBS

UBS は、2011 年に投資銀行部門を大幅に縮小する方針を発表し、他の欧州の大手銀行に先駆けて WM 事業への注力を高めてきた（図表 1）。WM 事業は、グローバルに富裕層や超富裕層、それらの資産管理を行うファミリー・オフィス顧客とする。例えば、米州の WM 事業では、投資可能資産 100～1,000 万ドルを富裕層、同 1,000 万ドル超を超富裕層として定義してきた²。また、特に約 600 名の超富裕層に対しては、投資銀行部門との共管であるグローバル・ファミリー・オフィス・グループが包括的なサービスを提供している³。2019 年末時点で、WM 事業の従業員は 22,674 名となっており、うち 10,077 名がアドバイザーである。

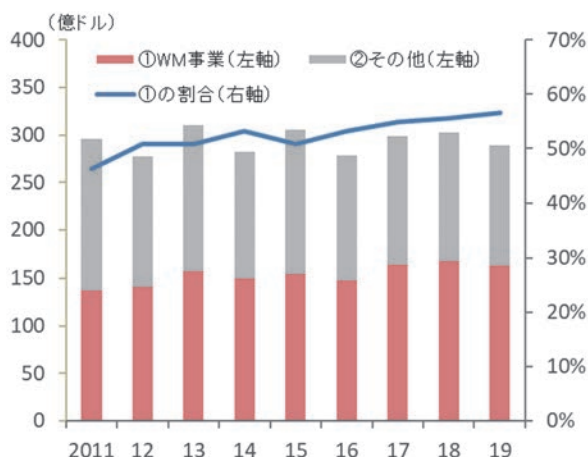
これらの人員の下で、2011 年末に 1.6 兆ドルであった WM 事業の預かり資産額は 2019 年末には 2.6 兆ドルまで拡大し、年間 30 億ドル前後の税引き前利益を持続的に獲得してき

¹ UBS, “Earnings call remarks including analyst Q&A”, 28 April 2020.

² 一部地域では、アフルメント層も顧客としている。なお、米州の WM 事業では、投資可能資産 25～100 万ドルを中核アフルメント層と定義してきた。UBS, “Annual Report 2016”を参照。

³ ニューヨーク、ロンドン、チューリッヒ、ジェノバ、ミラノ、ミュンヘン、香港、シンガポールにファミリー・オフィス・ハブを設けている。

図表1 UBSの収益の内訳



(注) 2017年まではウェルス・マネジメント部門とウェルス・マネジメント米国部門の合算値をドル換算。
 (出所) UBS、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表2 WM事業の預かり資産と税引き前利益



(注) 2017年まではウェルス・マネジメント部門とウェルス・マネジメント米国部門の合算値をドル換算。
 (出所) UBS、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

た(図表2)。なお、預かり資産のうち1.4兆ドルは超富裕層顧客から得ており、1,042名のアドバイザーがこれらの資産を持つ超富裕層向けサービスに従事している。

また、富裕層向けローンに関しても、2020年3月時点で1,846億ドルの残高がある。有担保ローンが中心で、証券担保ローンにおいて827億ドル、居住用不動産担保ローンにおいて556億ドルの残高がある。2020年3月末時点のWM事業のリスクアセットとレバレッジ・エクスポージャーは、それぞれ788億ドル⁴と3,106億ドルに上っており、いずれもUBS全体の3割前後を占めている。特にレバレッジ・エクスポージャー・ベースでは、投資銀行部門よりも金額が大きい。従って、WM事業は、UBSにとって、相応のリスクを取っているビジネス・ラインであると言える。

2. 非対面営業となっても堅調な業績⁵

UBSのWM事業の収益は、①経続的な手数料収入、②取引ベースの手数料収入、③純金利収入で主に構成されている。期中にコロナ禍に見舞われた2020年第1四半期ではいずれも増加しており、収益は前年同期比14%増の45億ドルとなった。また、税引き前利益は、前年同期比41%増の12億ドルとなった。預かり資産については、コロナ禍による株価の下落が原因となって評価額が低下したとはいえ、2020年3月末時点においても2.3兆ドルを有している。

⁴ 内訳は、信用リスクアセットが377億ドル、オペレーショナル・リスクアセットが336億ドルなどとなっている。

⁵ 本節のUBSの2020年第1四半期の業績に関する記述は、特に別の出所を示していない限りは、同社の決算資料及び決算説明での同社幹部の発言のトランスクリプトなどの同社HPの公表情報に基づく。

収益の内訳を見ると、ポートフォリオ・マネジメント手数料や口座維持手数料が含まれる経続的な手数料収入が前年同期比で 10%増の 24 億ドルとなり、収益全体の半数以上を占めている。他方で、全体に占める割合は低いものの伸びが大きかったのが、ブローカレッジ手数料や取引毎の投資ファンド手数料が含まれる取引ベースの手数料収入である。ストラクチャード・プロダクトや、株式、外国為替の取引が増える中で、取引ベースの手数料は、前年同期比 46%増の 11 億ドルとなった。このほか、主に 1,846 億ドルの残高を有する顧客向け貸出からの金利収入で構成される純金利収入も、前年同期比 2%増の 10 億ドルとなった。

3 月は従業員が原則在宅勤務となったが、顧客とのやり取りはむしろ増加したという。顧客からの電話件数は、特にアジア太平洋 (APAC) 地域では前期比で 60%増加した。また、チーフ・インベストメント・オフィス (CIO) とリサーチ・チームが、法人や機関投資家と合わせて、富裕層顧客へのタイムリーなアドバイスの提供において中心的な役割を担った。例えば、リサーチ・チームは、2020 年 3 月だけで、13,000 本のレポートを発行するとともに、1,500 件のカンファレンスコール、ライブストリーム、ウェビナー、ポッドキャストを提供したという。そして、これらの取り組みが顧客に高く評価され、顧客とのやり取りが大きく増加した。

2011 年に設立された CIO は、機関投資家向けのクオリティの投資アドバイスを富裕層に提供するという WM 事業の目標において重要な役割を担う部署である。世界 11 か所に 200 名の CIO 投資スペシャリストを配置して分析を行い、グローバルな経済・金融市場の評価に基づき、経済のトレンドがアセット・アロケーションに与える影響を調査した UBS ハウスビューなどのリサーチ情報を提供している。グローバル・チーフ・インベストメント・オフィサーであるマーク・ハフェル氏は、グローバル WM 部門に所属し、約 2 兆ドルの預かり資産の投資ポリシー・戦略を担当している。

このほか、地域別に業績を見ると、図表 3 のようになっている。UBS は、グループ全体

図表 3 WM 事業の地域別データ (2020 年第 1 四半期)

	米州	スイス	EMEA	APAC
収益 (億ドル)	23.9 (+10%)	4.4 (+14%)	9.2 (+5%)	8.0 (+37%)
税引き前利益 (億ドル)	3.8 (+16%)	1.8 (+35%)	2.6 (+11%)	4.0 (+117%)
新規流入資金 (億ドル)	33	18	53	15
預かり資産 (兆ドル)	1.2	0.2	0.5	0.4
アドバイザー数 (人)	6,496	727	1,635	1,013

<アドバイザー1人あたり>

収益 (万ドル)	36.8	60.5	56.0	78.5
預かり資産 (億ドル)	1.9	2.8	3.0	4.0

(注) 収益と税引き前利益の括弧は、前年同期比の変化率。

(出所) UBS より野村資本市場研究所作成

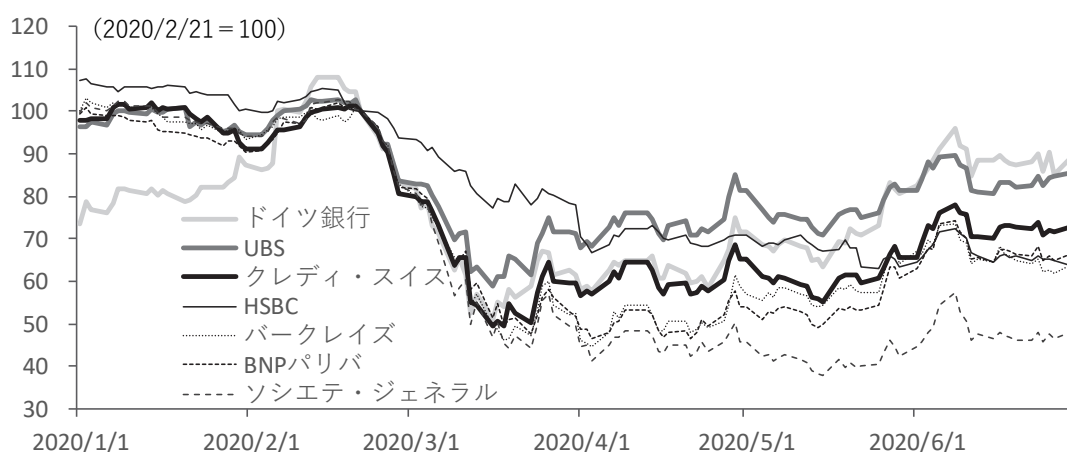
としての地理的な分散という観点から米国での成長をこれまで狙ってきた。2000年に米国第4位（当時）の証券会社ペインウェバーを買収した経緯があり、アドバイザーの6割以上が米州地域で展開し、収益も米州が半数を占めている。他方で、アドバイザー1人あたりでは、他の地域のほうが預かり資産が大きく収益も大きい。

2020年第1四半期の業績は、特にAPAC地域の取引ベースの手数料収入が、ストラクチャード・プロダクトに対する顧客の強い需要に後押しされて、前年同期比93%となった。その結果、APAC地域の税引き前利益は、前年同期比117%増の4億ドルまで増加し、米州地域を上回る水準となった。いずれの地域も3月はコロナ禍の影響を相応に受けていたと想定されるが、業績は伸びており、非対面の営業となっても顧客とのやり取りを行う体制をグローバルに構築できていた姿が窺える。

UBSのWM事業が、リモート環境においてどのようなツールで主に顧客と接しているのかは明らかではないが、ロックダウンが最も厳しかった時期には、WM以外の事業も含めて、50ヶ国超の9万名の従業員のうちの95%が在宅勤務を行っていたとされる⁶。従って、従業員は勿論のこと、顧客も通常とは異なる環境に直面した中で、アドバイザーへのサポート人員も含めたシステム環境を備えることができていたと推察される。

また、UBSのグループCFOのカート・ガードナー氏は、金融市場が大きく揺れ動く中でも、グローバルWM部門と投資銀行部門の連携した取り組みがフル回転し、ストラクチャード・プロダクトから貸出までの商品ラインナップを活用できたと述べ、部門間連携が上手く機能したことを明らかにしている。実際、両部門の共管であるグローバル・ファミリー・オフィスの収益は32%増加している。UBSがこうした状況にある中で、同社の株価は、他の欧州大手銀行と比較して2年半ばからの下落が小さかった上に回復も早く、市場も好反応を示している（図表4）。

図表4 欧州の大手銀行の株価（2020/2/21=100）



（注） 2020年6月30日までの数値。

（出所）ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

⁶ “How UBS kept workers plugged in during the pandemic”, *Risk.net*, 23 June 2020.

III 若年層の動きが活発化した欧州リテール証券市場

上述のような UBS の WM 事業の業績は、相応の金融資産を持つ限られた富裕層投資家の動きによるものであるが、2020年3月には、投資金額が少ない若年層や必ずしも投資経験が豊富ではない個人投資家も、新規口座の開設や売買を増やす動きを見せた。

例えば、英国のオンライン投資プラットフォームでは、新規口座の開設が急増したとされる⁷。27.1万人の顧客を有するシェア・センターでは2020年3月9日から3月30日の口座開設数が前年比で269%増加したほか、30万人の顧客を有するインタラクティブ・インベスターでは、同年2月18日から3月末までのISA口座の開設数が前年比で119%増加した。また、113.6万人の顧客を有する英国最大手のハーグリーブス・ランズダウンも、数値を公表していないが、多くの若年層投資家が申込みをしているという。多くの個人が自宅に留まることを求められていたところ、株価が下落している局面でリスクは高いものの、オンラインでの投資に関心を持つ若年層が増えたのではないかと推察される。

実際、英国の比較情報サイト finder.com が5月中旬に2,000人の消費者を対象に行った調査によると、直近の株価下落によって、今後1年間に投資を行う可能性が高まったと回答したZ世代（1997年以降の生まれ）およびミレニアル世代（1981～1996年生まれ）はそれぞれ28%、26%に上っている⁸。これは、ベビーブーム世代（1946～1964年生まれ）の16%や、それよりも高齢の沈黙の世代の10%を大きく上回っている。また、ミレニアル世代の投資家の44%は、取引アプリへのアクセスのしやすさが、投資への関心を高めたと回答したほか、32%はそうした取引の手数料の安さを評価しており、手頃なオンライン・サービスがあったことが呼び水になっていることが窺える。

また、フランスでは、2020年2月24日から同年4月3日までの6週間の各週において、フランスの主要株価指数である SBF120 指数の構成銘柄に対する同国の個人投資家の買付額が、2019年の週次平均の約3～5倍の水準となった⁹。

2018年から2019年の間に SBF120 銘柄の買付を行った個人投資家は110万人であったが、上記の6週間においては58万人の個人投資家が SBF120 銘柄の買付を行った。また、このうち15万人は2018年以降に直接的には金融商品の取引を行ったことがない実質的に新規といえる個人投資家であった。このほか、これらの15万人の実質的な新規の個人投資家のうち、約7割が伝統的な銀行、残りがオンライン・ブローカーを利用していたが、いずれも2018年から2019年に SBF120 銘柄の買付を行った個人投資家と比較すると、平均年齢が10歳以上若かった。

こうした個人投資家の動きに対しては、金融市場のボラティリティが上昇しリスクが高まっている局面であることから、規制当局からは EU 域内の投資サービス会社に対して慎重な対応を求める意見も出ている。例えば、欧州証券市場機構（ESMA）からは、2020年

⁷ “Surge in investment account openings on UK platforms”, *Financial Times*, 3 April 2020.

⁸ “Virus crisis to cause surge in young investors”, *FT Adviser*, 1 June 2020.

⁹ AMF, “Retail investor behaviour during the covid-19 crisis”, 27 April 2020.

5月6日に、顧客の最善の利益に沿って行動することが金融機関に求められている旨を警告する声明が出されている¹⁰。

IV 今後の注目点

金融市場に大きなショックが起こった局面において、投資家がリスクを十分に理解し、リスク許容度に合わせた適切な投資ができるよう投資アドバイスを提供する必要があることは言うまでもない。一方で、こうした場面であるからこそ、将来に不安を覚えたり、資産形成への関心を高めて、投資アドバイザーに助言を求めたり、投資を始めたりする個人投資家が一定数存在することも事実である。

UBSのWM事業は、同社のアドバイザーが富裕層顧客と従来から確固たる信頼関係を構築できており、非対面のツールに移行してもそれが揺るがなかった事例といえるだろう。他方で、英国やフランスの個人投資家が口座開設や売買を活発化させた動きは、多くの投資家に対して効率的に対応できるオンライン・ツールの強みが発揮された事例であったといえる。また、いずれにも共通するのは、金融機関自身もコロナ禍によって困難に直面する中であったとしても、投資家のニーズに応じることができた事例であるということだろう。

危機時における体験は、個人投資家の今後の投資行動に大きな影響を与える可能性がある。現在は、平時とは異なるリスク選好を示した個人投資家に対して金融機関がまずは上手く応えたというところであるが、今後はこうした個人投資家とどのように長期的に関係を持続していけるのかが金融機関に問われることとなるものと思われる。

¹⁰ ESMA, “COVID-19: Reminder of firms’ MiFID II conduct of business obligations in the context of increasing retail investor activity”, 6 May 2020.