

~~(図表 3-11) ファンドラップに占める比率が 10%を超える「逆ザヤ」安全資産ファンド³³~~

ラップ販売会社	組み入れファンド名	QUICK 大分類	インベスター リターン	ファンドラップの コスト	コスト控除後 インベスター リターン	ファンドラップ内 残高比率 (2021 年末)
A 社	外国債券 …	先進国債券	1.14%	1.43%	-0.29%	12.0%
E 社	… 債券プレミア	国内債券	0.51%	1.16%	-0.65%	17.8%
	… 日本債券インデックス	国内債券	0.21%		-0.95%	12.3%
A 社	… 債券セレクト	先進国債券	0.64%	1.54%	-0.90%	22.6%
F 社	… 日本債	国内債券	0.15%	1.49%	-1.33%	31.6%
G 社等	… 債券・安定型	先進国債券	-0.08%	1.38%	-1.46%	40.4%
H 社	… 日本債券ファンド	国内債券	0.55%	1.32%	-0.77%	19.2%
I 社	… 国内債券バシンプ・ファンド	国内債券	-0.01%	2.20%	-2.21%	30.9%
J 社	日本債券インデックス …	国内債券	0.29%	1.65%	-1.36%	41.3%
K 社	国内債券 …	先進国債券	0.38%	1.65%	-1.27%	15.8%
A 社	… 日本債券インデ	国内債券	-0.48%	2.20%	-2.68%	14.0%
	… 外国債券インデ(H有)	先進国債券	1.16%		-1.04%	18.2%
M 社	日本超長期国債インデックス …	国内債券	-0.71%	1.54%	-2.25%	34.3%
N 社	… ヘッジ付外国債券オープン	先進国債券	1.55%	1.65%	-0.10%	67.5%

~~安定的な資産運用を望む顧客が安全資産の組入れ比率を高めるのは当然であるが、安全資産についてはファンドラップ以外の選択肢も複数あり、あえて高コストのファンドラップを利用する必然性はないとも考えられる。「逆ザヤ」により負のリターンとなれば、顧客の資産はむしろ毀損する。一方、販売会社からすると、ファンドラップが残高ベースのフィー体系となっているため、安全資産を含め多くの顧客資産をファンドラップに含めたいという利益相反の誘因が働きやすい。高コストで安全資産の組入れ比率の高いファンドラップについては、真に顧客利益に資するものか、商品性についての再考が求められる。~~

3. 仕組債

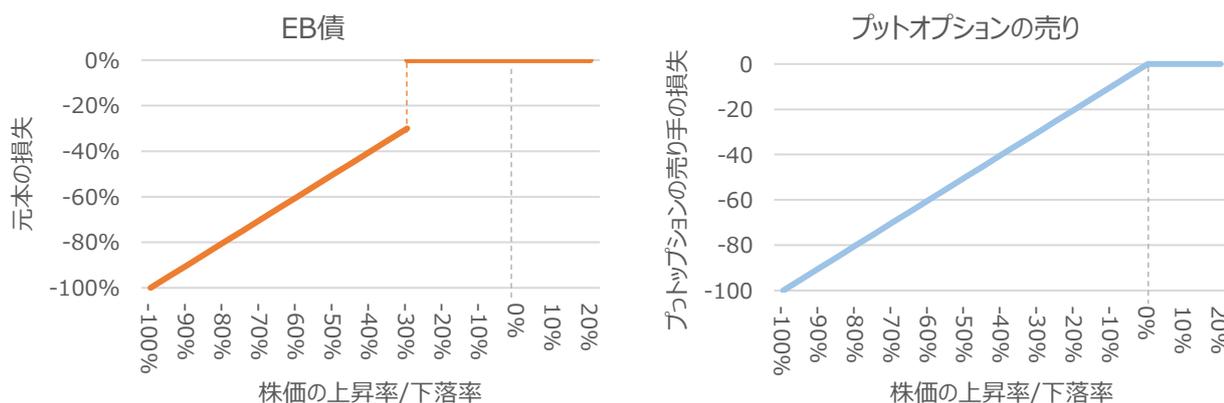
仕組債のうち一定の販売規模を占める EB 債（他社株転換可能債）について、複数の販売会社の協力を得て、過去に個人向けに販売された EB 債のデータを入手して分析を行った。具体的には、2019 年 4 月に個人向けに販売された EB 債 856 本（日本円換算の発行額合計は約 674 億円。海外株式参照も含み、全て私募もしくは私売出し。）をサンプルとし、商品条件や、2021 年 12 月末までの償還実績、当該時点での時価情報などを調査した。

EB 債では、一定率以上（-20%～-30%等）の株価の下落が発生すると「ロックイン」と呼ばれる仕組みにより償還金額が株価に連動することとなる。そのため、株価の大幅下落時には大きな損失が発生しやすい。一方、株価の上昇時には「ロックアウト」という仕組みによって額面で償還されてしまうため、アップサイドのリターンは限定される。

³³ QUICK のデータを基に金融庁作成。

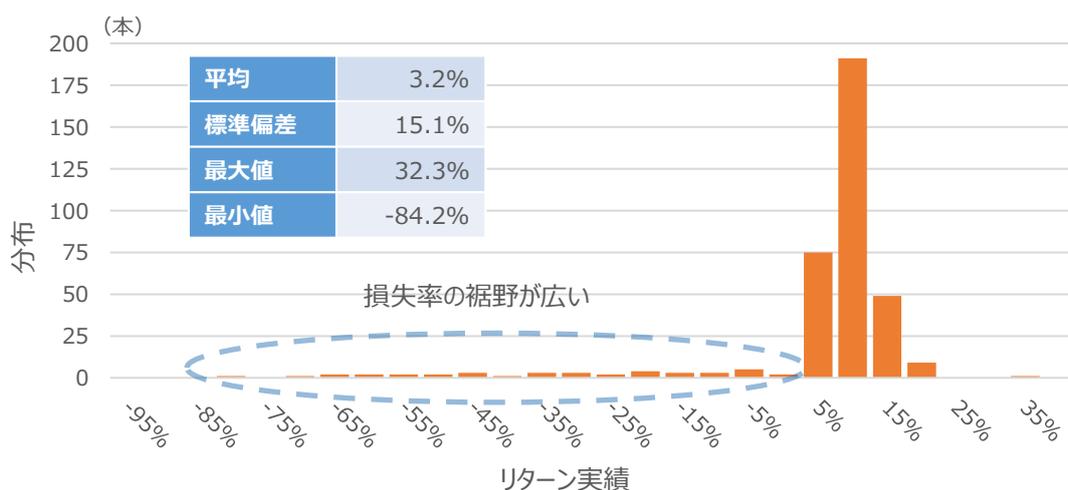
このような EB 債のノックインとノックアウトの仕組みは、株式のプットオプション³⁴の売りポジションに類似しており、しばしば、「EB 債には、実質的にプットオプションの売りが組み込まれている。」と指摘される。株式のプットオプションを売ると、そのオプションが参照する株価の下落に伴って損失が非常に大きくなる。下記の図表 3-12 にあるように、EB 債でも同様に、株価の下落に伴って損失が拡大する一方で、上記の通り株価上昇時には額面で償還されてしまうためリターンは限定されている。プロの機関投資家の間でも、株式のプットオプションの売りを引き受ける投資家は少なく、リスクの高い取引として認識されている。EB 債の購入者はこのように、個人投資家が一般的な債券のリスクとして抱くイメージとは大きく異なるリスクを引き受けることとなる。

(図表 3-12) EB 債の償還割合と株価の関係、プットオプションとの比較の概念図³⁵



実際に、今回調査したサンプルの中には、僅か 3 か月で元本の 8 割を毀損した例もあり、リターンの分布を見ると、図表 3-13 のように、頻度は少ないものの損失率の裾野が広いことがわかる。リスク（分布の標準偏差）は相応に高く、いわゆるテールリスクと呼ばれる性質を有している。

(図表 3-13) EB 債のリターン実績の分布³⁶



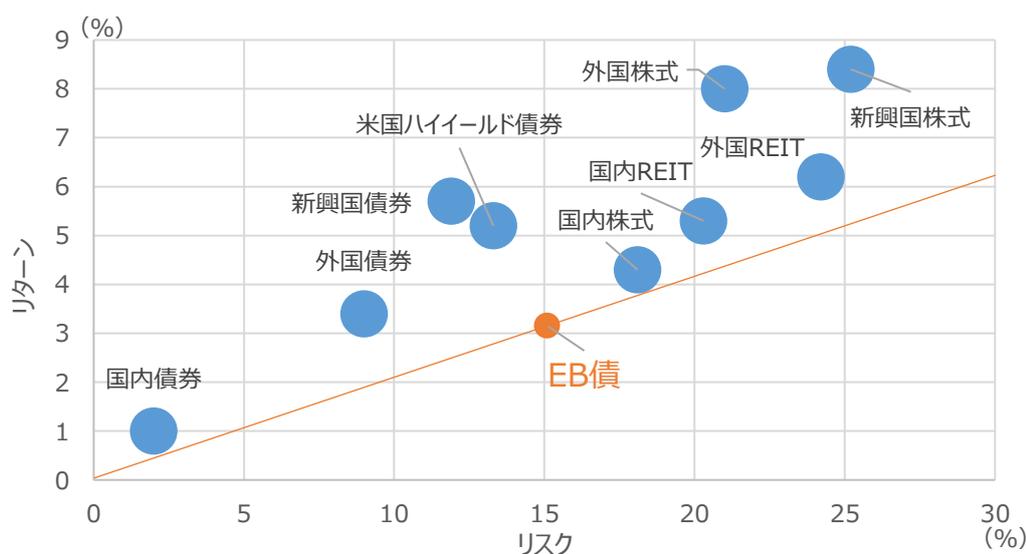
³⁴ 「プットオプション」とは、ある株式をあらかじめ決めた価格で売ることの「権利」であり、プットオプションを購入した者は、実際の株価が下がっていたとしても、あらかじめ決めた価格で売ることによって利益を手にする事ができる。逆に、「プットオプションの売り」を行った者は、「権利」を持つ相手方に対して、あらかじめ決めた価格で買うという「義務」を履行する必要があり、株価が下落した場合に損失が発生する。

³⁵ 株価については EB 債の満期まで一貫して上昇・下落したと仮定。また、クーポンやプレミアム収入は除いて簡略化。

³⁶ 販売会社の提出資料を基に金融庁作成。リターンは年率。サンプルのうち、クーポンリターンが算出可能な固定利付債（364 本）のみを抽出して算出。2021 年 12 月末時点で未償還のものは当該時点の時価から算出。

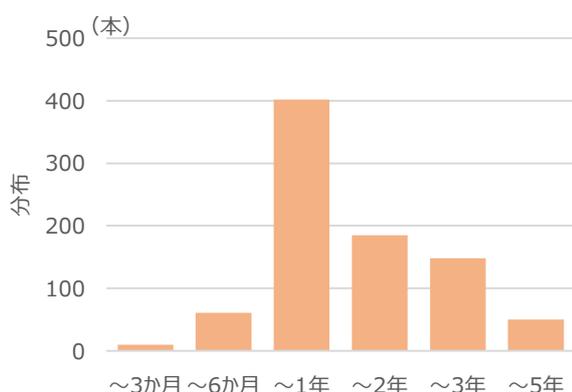
こうしたEB債のリターン実績を他の資産クラスの長期的なリスク・リターン比と比べると、図表3-14のように、EB債のリターンはリスクに見合うほど高いとは言えない。商品特性上、株式との相関が強い一方で、リスク・リターン比は劣後するため、株式に代えてEB債を購入する意義はほとんどないと考えられる。EB債については、「株式の値上がり益を放棄する代わりに、クーポンは高い。」との営業話法が用いられることが多いが、放棄した値上がり益の価値に見合うほどの高いクーポンが設定されているとは言えない。

(図表3-14) リスク・リターン比の比較^{37,38}



また、EB債については、元々設定された予定満期が1年以内の短期の商品が半数以上を占めるだけでなく、早期償還が頻繁に発生する仕組みとなっていることが一般的である。今回のサンプルのうち、既に満期を迎えた予定満期2.5年以下のEB債についてみると、満期まで継続したのは2割以下。予定満期が2.5年以下のEB債の実現満期は平均で0.62年であった。

(図表3-15) 予定満期の分布³⁹



(図表3-16) 実現満期の分布³⁹



³⁷ 販売会社提出資料を基に金融庁作成。EB債以外の資産クラスのリスク・リターンについては、イボットソン・アソシエイツ・ジャパン提供のデータを基に金融庁が推計。

³⁸ EB債のリスク・リターンは図表3-13の分布から求めたのに対して、その他資産クラスのリスク・リターンは2002年～2021年（但し内外REITは2006年～2021年）の時系列データからの推計である点に留意。

³⁹ 販売会社の提出資料を基に金融庁作成。

EB 債の実質コスト（元本と公正価値の差）は、当庁による業界ヒアリングや公開情報からの推計に基づくと、投資元本に対して平均して 5～6%程度と推定されるが、実現満期が 0.6 年程度と短いため、実質コストを年率換算すると 8～10%程度に達すると考えられる。こうした高い実質コストが、図表 3-14 のリスク・リターン比の悪さにつながっていると考えられる。取扱金融機関（販売会社もしくは組成会社）側から見ると短期間で収益を上げやすいため、償還済み顧客に繰り返し販売する回転売買類似の行動に対する誘因が働きやすい商品性となっている。

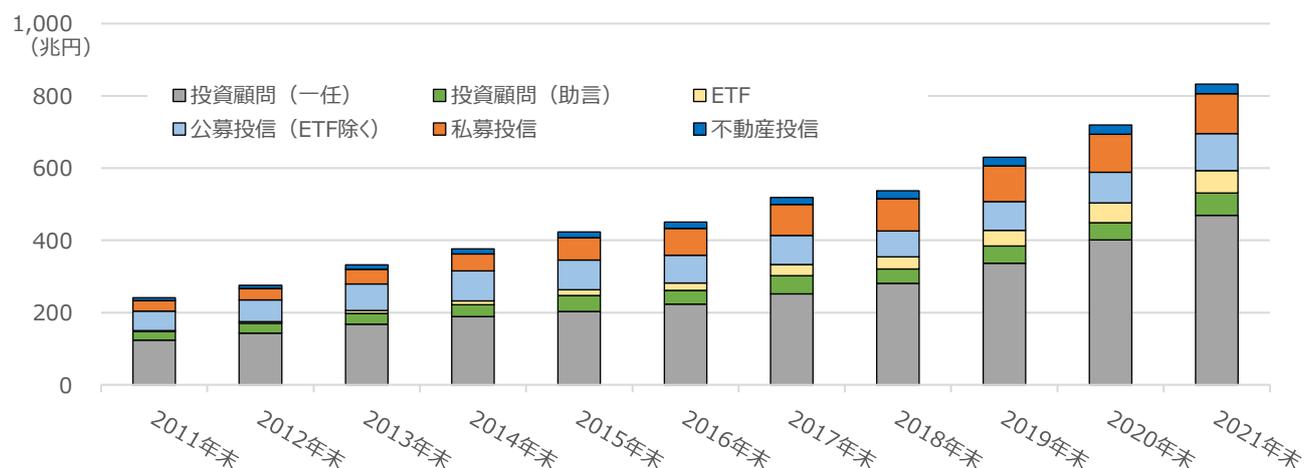
EB 債に代表される仕組債の上記のような商品性については、仕組債を取り扱う金融機関であれば当然に認識しているはずである。しかし、本レポートと同様の分析を金融機関側が自発的に行って一般の投資家に伝えるような取組みはこれまでなされてなかったのではないかと考えられる。投資信託などの多くの商品では、重要情報シートなどにリスク、リターンやコストの実績値などが掲載されている。仕組債も、年間販売額が少なくとも 4 兆円以上⁴⁰に達する規模になっていることを踏まえれば、取扱金融機関各社や業界団体が自主的にデータを集計して定期的に公表するとともに、重要情報シートで組成・販売それぞれの実質コストを開示するなど、顧客向けの情報提供が充実されることが望ましい。

4. 私募投資信託

(1) 私募投信市場の拡大

日本の資産運用会社の運用受託額は、全体で 800 兆円を超える規模になっており、特に機関投資家向けの私募投信、投資一任を中心に拡大傾向にある。その中で、私募投信の残高は、2011 年末には 30 兆円程度であったが、足元（2021 年 12 月時点）では約 110 兆円、投資一任契約残高は、2011 年末には 120 兆円程度であったが、足元では約 470 兆円と、いずれも増加している。また、純資産総額で私募投信は、ETF を除く公募投信を上回っている。

(図表 3-17) 資産運用会社の運用受託額⁴¹



⁴⁰ 「投資信託等の販売会社に関する定量データ分析結果」（令和 3 年 6 月、金融庁）の 2020 年度計数より。当該調査はサンプル調査のため、真の総額はより多いと考えられる。

⁴¹ 投資信託協会、投資顧問業協会のデータを基に金融庁作成。