

個人投資家の資産運用への活用がすすむ米国 ETF

関 雄太

要 約

1. 米国で ETF（上場投資信託）の市場拡大が顕著となっている。2005 年 5 月末時点の純資産総額は 2,383 億ドル（約 26 兆円）に達し、過去 5 年間は年率 46%で成長している。
2. 最近の米国 ETF 市場で目立ってきたのは、個人投資家からの資金流入である。その背景には、米国の個人向け資産運用ビジネスにおいて、個別の銘柄・投資信託の推奨よりも、投資家の属性やリスク選好度に応じたポートフォリオの提言、資産配分（アセットアロケーション）の提案・管理が重要性を増していることがあると考えられる。
3. ETF の活用法を個人投資家やフィナンシャルアドバイザーに啓蒙する動き、160 本を超える多様な ETF を組み合わせて、セパレート・マネージド・アカウントあるいはオンライン上に構築した資産相談ツールを通じて販売しようとする金融機関の例などが注目される。
4. 日本の ETF 市場の拡大可能性を考える上で、米国の経験や取組みが参考になろう。

I. 拡大と多様化が顕著な米国 ETF 市場

ETF（Exchange Traded Fund、上場投資信託）は、一般に、取引所で上場取引されるインデックス・ファンドのことである。米国では 1993 年にアメリカン証券取引所（AMEX）に上場した SPDRS（S&P デポジタリー・レシート、通称スパイダーズ）が最初の ETF で、その後 DIAMONDS（ダイヤモンド・トラスト・シリーズ I、通称ダイヤモンドズ）、QQQQ（ナスダック 100 インデックス・トラッキング・ストック、通称キューブス）など、現在では有名となったファンドを付け加えながら、成長している¹。

2005 年 5 月末時点の米国 ETF の本数は

163 本、純資産総額は 2,383 億ドル（約 26 兆円強）に達した。特に 2000 年以降の市場拡大が顕著で、本数ベースで 5 倍、純資産額ベースで 7 倍を超える規模になっている（図表 1）。ETF の市場規模は、巨大な米国ミューチュアルファンド市場（2005 年 5 月末約 8.1 兆ドル）全体から見れば、まだ小さいとはいえるのだが、近年のめざましい成長や、後述するような ETF のメリットや可能性から、金融業界の注目は高まる一方となっている。

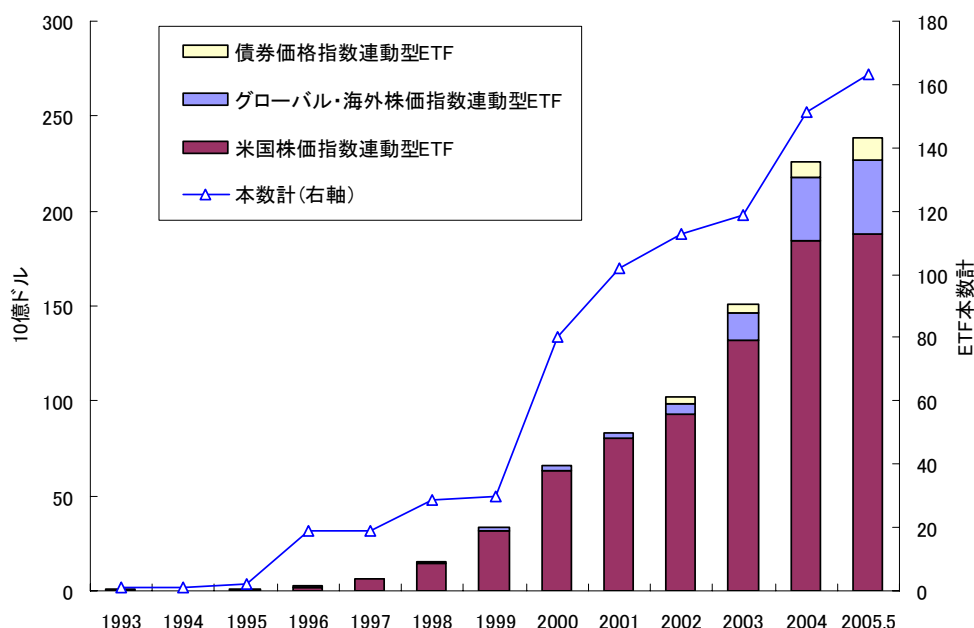
現在の米国 ETF 市場の概要について、まず連動する指数でみると、S&P500、ダウジョーンズ工業平均など、ブロードベースの株価指数に連動した ETF のシェアは、かつての 80%強から 70%弱まで低下し、かわってセクター株価指数、米国外の株価指数、ある

いは債券価格指数に連動するタイプのETFのシェアが、徐々に上昇している（図表1、図表2）。

上場市場で見ると、依然として米国ETF市場の中心はAMEXだが、ニューヨーク証券取引所（NYSE）も2003年末には5本に

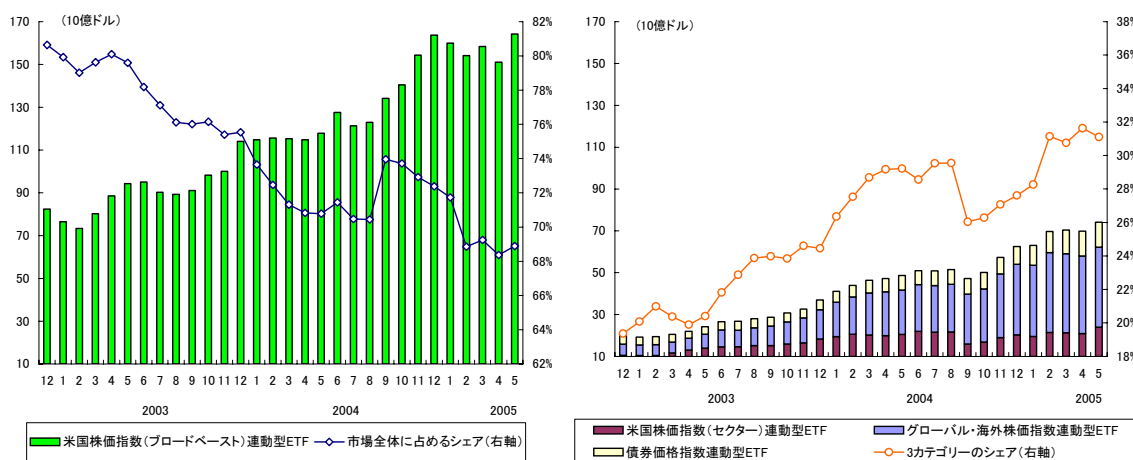
すぎなかった上場ETFを現在19本まで増やしている。またナスダックでは、AMEXに上場していたQQQQ（旧ティッカーQQQ）を2004年12月にナスダック市場に上場変更させるなどの努力もあり、現在25本が取引されている。

図表1 米国ETF資産額の推移



(出所) ICI (米国投資会社協会) 資料より野村資本市場研究所作成

図表2 米国ETFの多様化：対象指数別資産額の推移とシェア (2002年12月～2005年5月)



(注) 2004年9月に分類の変更が行われている。

(出所) ICI 資料より野村資本市場研究所作成

160本を超えるETFの資産額は千差万別である。純資産100億ドルを超えるファンドは現在4本であり、トップのSPDRSは、1本で米国ETF市場の資産全体の約2割強を占める大型ファンドである(図表3)。また、MSCI(モルガンスタンレー・キャピタル・インターナショナル)が策定するMSCI EAFE指数、MSCI日本株指数、MSCIエマージング市場指数という、米国株以外の株価指数に連動するファンドが資産額上位に入っている。これらの国際株価指数連動型ETFは、経費率(Expense Ratio)が他のETFに比べて高いにも関わらず、人気を集めているのが特徴的である。また、債券価格指数連動型ETF、セクター指数連動型ETFの中にも、純資産数十億ドルに達しているファンドがいくつかある。特に、2003年末にNYSEに上場したTIPS債(インフレ連動財務省証券)に連動するETF(iShares・リーマンTIPSボンド)、2004年11月にAMEXに上場してわずか半年で純資産24億ドル近くまで成長

した金価格連動型ETF(ストリートトラックス・ゴールド・トラスト)などの新型ETFなどが、注目を集めている。

なお、QQQQは現在、米国市場で最も活発に取引される上場銘柄であり、一日の売買高が1億株を超えることが多い。資産額で最大のETFであるSPDRSも、平均で一日5000~7000万株、場合によっては一日で1億株超の売買高を記録することもあり、現在米国の個別株で売買高が最も多いマイクロソフト並みの取引がある。

このように、米国ETFは、プロダクト面の多様化と市場規模の拡大が同時並行的に発生する形で、独自の成長をとげつつあるといえるだろう。1999年末から2004年末の5年間、米国ETF市場の純資産額は年率46%強という非常に高い伸び率で増大しており、このペースが続いた場合、2010年までに市場規模は1.5兆~2兆ドルに到達することになる。

図表3 米国ETF：純資産ランキング(2005年5月末時点)

	ファンド名称	ティッカー	分類	純資産 (10億ドル)	経費率	年間回転 (ターンオーバー)率	運用開始日
1	SPDRs	SPY	大型ブレンド	54.36	0.11%	2.23%	29-Jan-93
2	NASDAQ 100 Trust Series 1	QQQQ	大型グロース	20.65	0.20%	6.60%	10-Mar-99
3	iShares MSCI EAFE Index Fund	EFA	外国大型ブレンド	15.99	0.35%	7.00%	14-Aug-01
4	iShares S&P 500 Index	IVV	大型ブレンド	13.24	0.09%	6.00%	15-May-00
5	DIAMONDS Trust, Series 1	DIA	大型バリュウ	7.67	0.18%	13.88%	20-Jan-98
6	MidCap SPDRs	MDY	中型ブレンド	7.31	0.25%	16.29%	4-May-95
7	iShares Russell 2000 Index	IWM	小型ブレンド	7.28	0.20%	17.00%	22-May-00
8	iShares Dow Jones Select Dividend Index	DVY	中型バリュウ	6.74	0.40%	2.00%	3-Nov-03
9	iShares MSCI Japan Index	EWJ	日本株	6.30	0.64%	5.00%	12-Mar-96
10	iShares Russell 1000 Value Index	IWD	大型バリュウ	5.02	0.20%	15.00%	22-May-00
11	iShares MSCI Emerg Mkts Index	EEM	分散エマージング市場	4.72	0.76%	8.00%	7-Apr-03
12	Vanguard Total Stock Market VIPERs	VTI	大型ブレンド	4.51	0.13%	4.00%	31-May-01
13	iShares Lehman 1-3 Year Treasury Bond	SHY	短期政府債	3.79	0.15%	106.00%	22-Jul-02
14	iShares S&P SmallCap 600 Index	IJR	小型ブレンド	3.47	0.20%	14.00%	22-May-00
15	iShares Russell 1000 Growth Index	IWF	大型グロース	3.44	0.20%	14.00%	22-May-00
16	iShares S&P 500/BARRA Value Index	IVE	大型バリュウ	2.82	0.18%	5.00%	22-May-00
17	iShares Russell 2000 Value Index	IWN	小型バリュウ	2.68	0.25%	23.00%	24-Jul-00
18	iShares S&P 500/BARRA Growth Index	IVW	大型グロース	2.64	0.18%	22.00%	22-May-00
19	iShares GS \$ InvestTop Corp Bond	LQD	長期債	2.57	0.15%	32.00%	22-Jul-02
20	iShares S&P MidCap 400 Index	IJH	中型ブレンド	2.52	0.20%	10.00%	22-May-00
21	iShares Lehman TIPS Bond	TIP	長期政府債	2.42	0.20%	32.00%	4-Dec-03
22	streetTRACKS Gold Shares	GLD	スペシャルティ: 貴金属	2.39	N/A	N/A	18-Nov-04
23	Energy Select Sector SPDR	XLE	スペシャルティ: エネルギー	2.16	0.27%	10.00%	22-Dec-98
24	iShares Russell 1000 Index	IWB	大型ブレンド	2.14	0.15%	5.00%	15-May-00
25	iShares Russell 3000 Index	IWV	大型ブレンド	1.95	0.20%	5.00%	22-May-00
26	iShares S&P MidCap 400/BARRA Value	IJJ	中型バリュウ	1.85	0.25%	10.00%	24-Jul-00
27	iShares Russell 2000 Growth Index	IWO	小型グロース	1.84	0.25%	22.00%	24-Jul-00
28	Utilities Select Sector SPDR	XLU	スペシャルティ: 公益	1.81	0.27%	10.00%	22-Dec-98
29	iShares Lehman Aggregate Bond	AGG	中期債	1.77	0.20%	457.00%	22-Sep-03
30	Health Care Select Sect SPDR	XLV	スペシャルティ: ヘルスケア	1.66	0.27%	7.00%	22-Dec-98

(出所) Yahoo! Finance ETF Center より野村資本市場研究所作成

II. 個人投資家の資金が流入しはじめた米国 ETF

1. 個人投資家にとっての ETF

最近の米国 ETF 市場の顕著な拡大を支える要因の中で、特に注目されるのは、個人マネーの流入である。

もともと、ETF の投資家層は機関投資家がほとんどとされ、アセットマネージャーを変更する際のトランジション取引や、ヘッジファンド等によるヘッジング取引（現物株を保有し、ETF を空売りして価格下落リスクをヘッジするなど）に ETF が活用されることが多かった。

その一方で、ETF にはもともと個人投資家にとってのメリットも多く備わっていることが指摘されていた。①小口であること（最低投資可能単位は通常 1 口で、SPDRS なら 120 ドル前後、QQQQ なら 35 ドル前後で投資可能ということになる）、②売買のフレキシビリティ（日中の市場価格での売買・信用取引が可能）、③低コストであること（売買の際にブローカレッジ手数料はかかるものの、運用フィーはかなり低く設定される）、④税制上の効率性（インデックス・ファンドと同様にポートフォリオを構成する銘柄をそれほど頻繁に変えないため、キャピタルゲインの実現・分配があまり生じない。またポートフォリオに包含される証券ではなく、ETF のシェアを取引所で売買するため、売買によって他のシェアホルダーが影響を受けることがない）、⑤分配金の獲得可能性（ポートフォリオ構成企業で配当を出す企業がある場合や債券 ETF の場合には、分配金が受け取れる）などである。

しかし、ETF があまり普及していない間は、顧客に ETF の仕組みやメリットを説明する必要があること、手数料の問題（フィナンシャルアドバイザーがアクティブ運用のミューチュアルファンドを販売した場合、フロン

ト・ロードに加え 12b-1 手数料等の名称でファンド資産から支払われる代行手数料などがあるが、ETF を販売した場合には通常、購入時の手数料だけとなる）などから、金融機関や独立フィナンシャルアドバイザーは ETF のマーケティングにあまり積極的ではなかった。

2. 最近の環境変化



ところが、最近になって、こうした状況を変えるいくつかの環境変化がみられている。

第一に、2003 年秋頃から米国で話題となった、ミューチュアルファンドを使った不正取引問題である²。ミューチュアルファンドとの比較感、すなわち特定の投資家だけに短期売買（マーケットタイミング）を容認するような余地がなく、また運用会社と販売会社との間でインセンティブ報酬がやりとりされるようなこともない ETF の透明性や低コスト構造が注目されることとなった。

第二に、ETF に関連したプレイヤーが、個人投資家あるいはフィナンシャルアドバイザーを対象とした教育・広告・マーケティング活動を活発化させたことである。特に目立ったのは、ETF 取引の中心市場である AMEX や、ETF 市場の 2 大運用会社であるバークレイズ・グローバル・インベスターズ (BGI)、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSgA) の動きである。

例えば、AMEX と SSgA は、主要 ETF について専用ホームページやロゴを作成し、インターネットから商品知識や価格等に関する情報や目論見書へのアクセスを容易にしている。さらに 2004 年春頃からは、大きな蜘蛛（スパイダー）やダイヤモンドの写真を使って、SPDRS、ミッドキャップ SPDRS（ティッカー MDY、S&P 中型株 400 指数に連動）、DIAMONDS の新聞・雑誌・テレビ広告を展開しはじめ、個人投資家の関心を直接惹き付けようとしている（図表 4）。この他にも

図表 4 AMEX および SSgA が作った主要 ETF のロゴ

SPDRS	ミッドキャップ SPDRS	セレクトセクターSPDRS	DIAMONDS
			
www.spdr.com	www.amex.com/mdy/	www.spdrindex.com	www.amex.com/dia/

(出所) 各ホームページより野村資本市場研究所作成

AMEX は、研修サービス業者や証券会社が開催するカンファレンスやセミナーに専門家を派遣して、ETF に関わる教育・研修に積極的に取り組んでいる³。

3. BGI のフィナンシャルアドバイザー向け ETF 情報提供

一方、傘下の ETF を「iShares (アイシェアーズ)」として統合的にブランド化し、以前より大規模な広告・宣伝活動を展開してきた BGI は最近、個人投資家向けの情報だけではなく、個人投資家の資産相談にあたるフィナンシャルアドバイザー向けの広告や情報提供を充実させている。

顧客との対話を想定したケーススタディやビデオを配信したり、インターネットを使ったセミナー (ウェビナー) も活発に開催しているが、BGI の iShares サイトが、プロのフィナンシャルアドバイザーだけに下記の 4 つの分析ツールを開放しているのが注目される。というのは、これらのオンラインツールが、個人投資家による ETF 活用のパターンあるいは今後の可能性を示しているとも考えられるからである。

① コア／サテライト・ツール：顧客のリスク許容度に応じた運用プランを作成するのに、まずベンチマークを設定して、これをトラックできる「コア」資産に多く

の資産を配分し、さらにベンチマークを超えるリターンを目指すために推奨銘柄やファンドを「サテライト」として配分する戦略が「コア／サテライト」と呼ばれる手法である。BGI が提供している「コア／サテライト仮想ツール」は、コア資産を ETF で保有することを想定し、その際にコアとサテライトの比率をどのように変えると期待リターンやリスクがどのように変化するかを分析するツールである。

- ② コリレーション・カルキュレーター：フィナンシャルアドバイザーが、顧客の余剰資金や長期運用先の変更を行う際に、特定の株式銘柄・セクターや債券と相関性の高い ETF を検索するためのツールである。
- ③ アロケーション・カルキュレーター：株式投資のアドバイスにおいて、産業セクターの分析に基づいて、セクター間で資金を移動させながら高いリターンの獲得を目指す戦略がありえる。このツールは、20 種類近いセクター ETF を有する iShares の組み合わせによって、アドバイザーがセクター投資戦略を検討したり、変更するのを支援する。
- ④ アセットクラス・イラストレーター：フィナンシャルアドバイザーが顧客の長期資産配分を考えるために、最大で 15 種

類くらいまでの各アセットクラスの価格指数のリスク・リターン特性をヒストリカルに分析できるツールである。分析期間の変更も可能で、スタイル、時価総額、国・地域などの分散効果をシミュレートできるようになっている。

4. アセットアロケーションと ETF

米国では、取引所等による株主分布調査、投資家別売買動向調査がないことから、ETF 市場で個人投資家が占める比率を統計的に把握することができない。また、多様なファンドがあることから、ETF の間で、リテール比率に大きな違いがあることも想定される。しかしながら、全般に米国 ETF 市場でリテールの存在感は大きくなってきており、関係者によると、現在、新規流入資金の 4~5 割強を個人投資家が占めるといわれるまでになっている⁴。

この ETF 市場における個人投資家増大の背景には、実は米国の個人向け資産運用ビジネスにおいて、個別の銘柄・投資信託の推奨よりも、投資家の属性やリスク選好度に応じたポートフォリオの提言、資産配分（アセットアロケーション）の提案と管理が重要性を増していることがあると考えられる。ラップアカウント、セパレート・マネージド・アカウント（SMA）などの名称で呼ばれる、預かり資産残高に連動したフィーが課される運用勘定を多くの金融機関が取り扱う中で、ETF のように、各アセットクラスの持つ平均的なリスク・リターン特性を反映する金融商品は、アセットアロケーションの分析や提案に使いやすい。しかも、2000 年以降に進んだ ETF の多様化によって、ポートフォリオのスタイル分散、セクター分散、国際分散などを、低コストといった ETF の持つ利点を生かしながら、実現することが可能になりつつある。

上記でみた BGI のフィナンシャルアドバ

イザー向けオンライン分析ツールなども、こうしたトレンドを一部反映した取組みといえるが、最近では BGI、SSgA など ETF のスポンサーは、リテール金融機関の営業戦略や顧客ニーズを基に新たな ETF の開発を進めるようになってきており、ETF の多様化と個人投資家の分散投資ニーズが、ETF 市場成長の好循環を生んでいるといえよう。

以下では、アセットアロケーションの提案や管理に ETF を活用している金融機関の例をあげる。

III. アセットアロケーションと ETF の活用

1. SMA など残高フィー型の投資口座における ETF の活用

SMA の基本的なコンセプトは、投資顧問サービスが付された投資一任勘定である。運用がスタートしてからの銘柄選択や入れ替えの判断は投資顧問会社が行うが、契約前に投資家とマネーマネージャーの間に立つフィナンシャルアドバイザー（証券会社の営業マンなど）が、コンサルティングのような形で顧客の財務計画やリスク選好度を把握し、モデルポートフォリオを基にアセットアロケーションを定めるのが重要なプロセスとなる⁵。このモデルポートフォリオや実際のアロケーションに ETF を活用することは、SMA の顧客にとっては個別銘柄の影響を排除して分散ポートフォリオを組むことが容易になり、また証券会社（SMA のスポンサー）にとってはオペレーションの効率化、ひいては最低投資金額の引き下げや収益性改善につながる可能性もある。

比較的早い時期から投資一任勘定への ETF 導入に積極的だったとされるのが、2001 年に開始された A.G.エドワーズのマネージド・アカウント「アロケーション・アドバイザーズ・プログラム」で、現在では ETF だ

けで構成するモデルポートフォリオが 20 種類以上作られているという。最低投資金額の違い (2 万 5000 ドルから 5 万ドル) 等に応じてフィー設定も変わるが、資産残高の 1.25%~2.25% がフィー水準となっている⁶。

また、レイモンド・ジェームズは、富裕層顧客向けに最低投資金額 10 万ドルのマネージド・アカウントを 2 種類展開してきたが、今年から最低投資金額 5 万ドルの「フリーダム・アカウント・エクステンジ・トレード・ファンズ・ストラテジー」を投入した。ETF を使ってインカム (20% エクイティ、80% フィクストインカム)、バランス (65% エクイティ、35% フィクストインカム) などのアセットアロケーションと自動リバランス・サービスを提供し、フィーは最高 1.75% に設定されている。

他にも、モルガン・スタンレーが 2005 年夏から SMA プログラムの中で ETF ポートフォリオを提供する計画と言われるなど、多くの証券会社がすでに ETF を SMA の運用ポートフォリオとして活用しはじめており、今後、残高フィー型の投資勘定の拡大に伴って、さらに ETF の活用も広がる可能性があると考えられている⁷。

2. オンライン証券会社の ETF 活用

オンライン証券会社も、人気が出てきた ETF の販売を強化すると同時に、長期の投資スタンスを持つ投資家を呼び込むための道具として ETF に目を向けている。

最も積極的とみられるアメリトレードは、2004 年 1 月、ウェブサイト上に「ETF センター」を開設し、ETF 間の比較検討・購入を容易にするのと同時に、ETF の仕組みに関する基礎知識やコストなど、教育・啓蒙面も重視した新機能を提供しはじめた。

アメリトレードはさらに、オンライン上で資産相談を行い、リスク許容度に応じて ETF のポートフォリオを自動的に作成・提案

し、ETF の買い付け・執行までを可能にするプログラム「アメリベスト」を 2004 年 10 月に開始した⁸。アメリベストは、アメリトレードが 350 万人の既存顧客資産のうち 25% しか管理できていないという自己分析に基づいて、長期投資資金を取り込み、低コストでマネジメントしようとの狙いで打ち出した戦略の一環で、預かり資産 10 万ドル以上の口座には 0.35%、5 万~10 万ドルの口座には 0.50% の年間フィー (ETF の取引手数料は無料) という低コストが売り物となっている。

また、シェアビルダー・セキュリティーズの「ポートフォリオビルダー・プラス」の利用者は、クエスチョネアーを通じて、ETF で組成された 15 種類のモデルポートフォリオの中からひとつを選び、毎月、積立方式で ETF を購入していく⁹。シェアビルダーは、もともとネットストック社という名称で 1996 年に創業されたベンチャー証券会社で、インターネットを活用して、株式の直接購入プランや配当再投資プランなどを、主として株式投資の初心者には提供する事業に力を入れていた。ETF の場合には、取引の度に売買手数料が発生することから、ドルコスト平均法で毎月小額購入していくような投資にはあまり適さないと考えられてきたところ、シェアビルダーは、多数の小口注文を一括りにして取引するシステムを持っており、コストを下げることで ETF に着目したものと考えられる。

3. 401(k)プランにおける ETF の活用

上記のように、ETF 活用の舞台が広がる中で、2 兆ドル近い資産が蓄積する 401(k)プランの投資対象には ETF はほとんど入っていない。ETF の低い経費率も、取引手数料の発生や管理コストによって相殺されてしまう可能性があり、口座管理を受託するレコードキーピング業者が、現状のミューチュアルファンドを中心とした投資プラットフォーム、対

象商品ラインアップを変える必要性に乏しいと見られているためである。

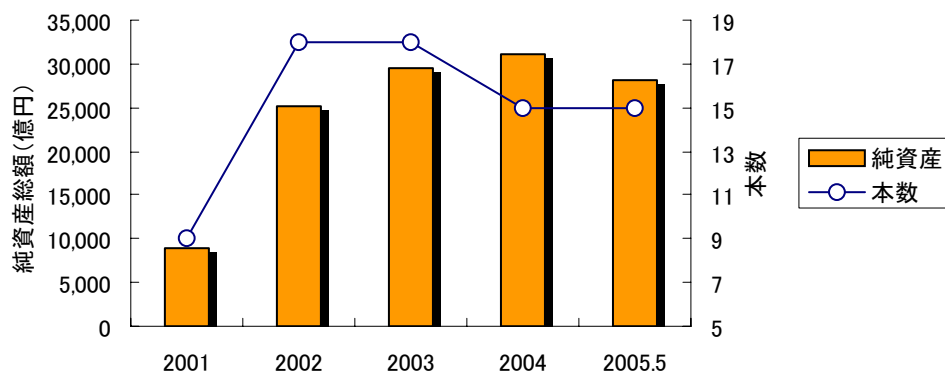
しかし、市場環境や、場合によってはミューチュアルファンドよりも相当低い水準となるETFのフィーから、少なくとも小規模な退職年金プランにとっては、ETFが有力な選択肢のひとつとなると考える向きもでてきた。例えば、レコードキーパーのインベストゥン・リタイア（Invest-n-Retire）や、投資顧問会社のバンネカー・キャピタル・マネジメントは、資産規模で数百万ドルの小プランに対して、透明性が高く、現状の管理費を引き下げることが可能として、運用商品をすべて

ETFにした401(k)プランを提案しはじめて注目されている¹⁰。こうした関連業者は、BGIやSSgAと歩調を合わせて、ETFの組み合わせによってアセットアロケーションの策定が容易にできることを強調しており、やはり長期・分散投資ニーズがETFに対する需要の背景となっている。

IV. おわりに

このようにみえてくると、米国において、個人投資家の資産運用およびリテール金融ビジネスにおいて、アセットアロケーションの構

図表5 日本のETF純資産総額・本数の推移



(出所) 投資信託協会データから野村資本市場研究所作成

図表6 日本のETF：概要（2005年5月末時点）

■東証上場ETF					
コード	銘柄名	対象株価指数	純資産額 (億円)	運用会社	当初設定日
1305	ダイワ上場投信-トピックス	TOPIX	2,219	大和投資信託委託	7/11/2001
1306	TOPIX運動型上場投資信託		9,471	野村アセットマネジメント	7/11/2001
1308	上場インデックスファンドTOPIX		4,332	日興アセットマネジメント	12/20/2001
1310	ダイワ上場投信-トピックス・コア30	TOPIX	17	大和投資信託委託	3/28/2002
1311	TOPIX Core 30 運動型上場投資信託	Core 30	35	野村アセットマネジメント	4/2/2002
1329	iシェアーズ日経225	日経225	21	パークレイズ・グローバル・インベスターズ	9/4/2001
1330	上場インデックスファンド225		3,076	日興アセットマネジメント	7/9/2001
1610	ダイワ上場投信-東証電気機器株価指数	電機機器株価指数	17	大和投資信託委託	3/28/2002
1613	東証電気機器株価指数運動型上場投資信託	株価指数	33	野村アセットマネジメント	4/2/2002
1611	ダイワ上場投信-東証輸送用機器株価指数	輸送用機器株価指数	18	大和投資信託委託	3/28/2002
1614	東証輸送用機器株価指数運動型上場投資信託	株価指数	18	野村アセットマネジメント	4/2/2002
1612	ダイワ上場投信-東証銀行業株価指数	銀行業株価指数	29	大和投資信託委託	3/28/2002
1615	東証銀行業株価指数運動型上場投資信託	株価指数	85	野村アセットマネジメント	4/2/2002
小計			19,371		
■大証上場ETF					
コード	銘柄名	対象株価指数	純資産額 (億円)	運用会社	当初設定日
1320	ダイワ上場投信-日経225	日経225	2,179	大和投資信託委託	7/9/2001
1321	日経225運動型上場投資信託		6,570	野村アセットマネジメント	7/9/2001
小計			8,749		

(出所) 野村証券金融経済研究所、各取引所資料より野村資本市場研究所作成

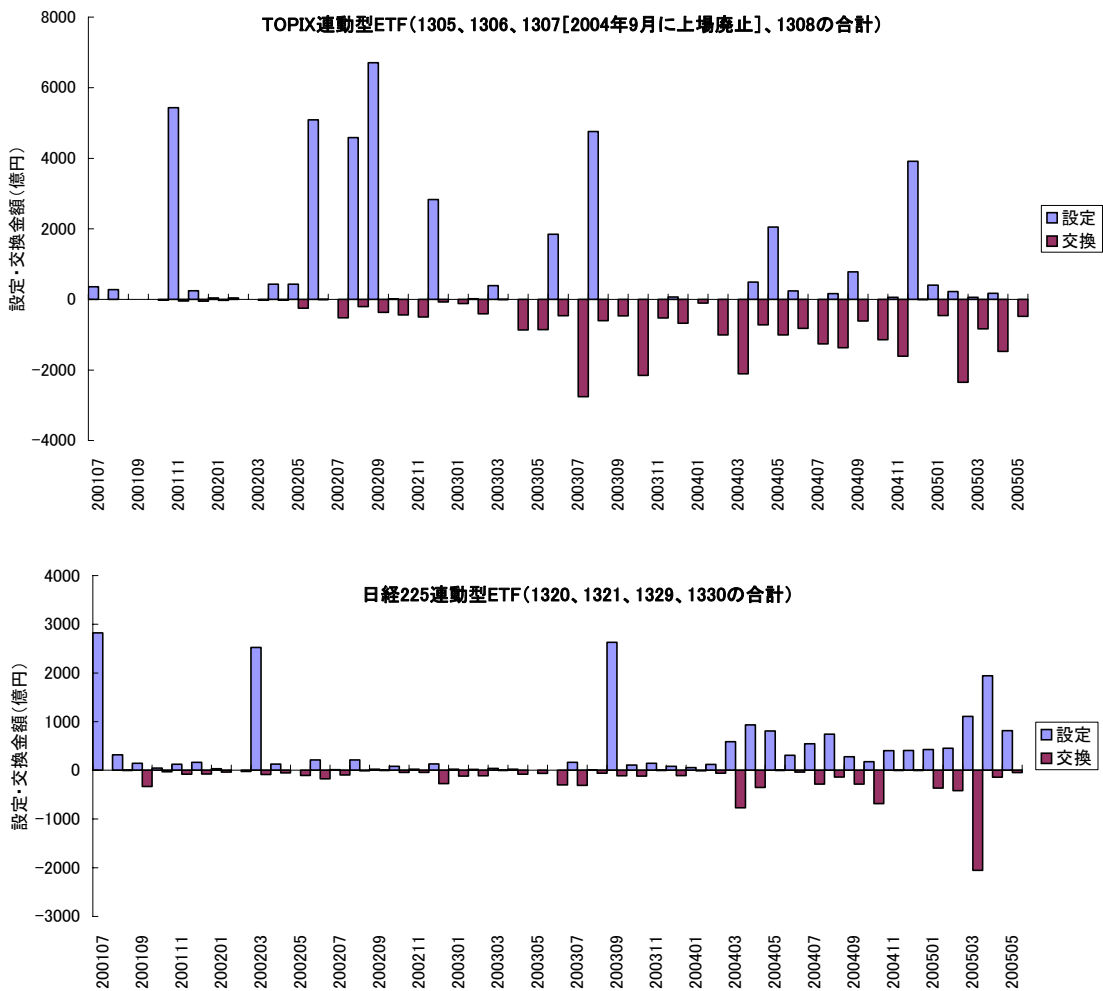
築と管理が重要性を増したことが、ETFの活用可能性を大きく広げたとみられ、また個人投資家層が今後のETF市場のさらなる拡大を後押しする要因と考えられていることがわかる。こうした投資家層の拡大、またプロダクトの多様化は、機関投資家にとってのETF市場の価値も高めていくことになる。ETFが及ぼす金融・資産運用業界全体への影響も含めて、今後の行方が注目される。

一方、日本のETF市場は、2001年7月の創設以来、2年余りの間に純資産額は急激に増えて2003年9月には約3.2兆円に達したが、その後、本数は減少して15本となり

(東証に13本、大証に2本が上場)、純資産額も停滞している(図表5、図表6)。わが国の場合、市場創設当初は主として金融機関の株式持ち合い解消やポートフォリオ入れ替えの受け皿としてETFが活用されたという特異な経緯があるが、その後、投資家層が個人等へ十分に拡大していかない中で、2003年後半以降、交換取引(機関投資家等が一定数量以上のETFを投信委託会社に持ち込むことで現物株バスケットを受け取ること)が増えたことが、市場拡大の停滞を生んだ背景と考えられている(図表7)。

日米の個人セクターの資産運用に対する考

図表7 日本のETF：設定・交換の状況(2001年7月～2005年5月)



(出所) 野村証券金融経済研究所作成

え方や投信・ETF市場を取り巻く背景の違いなどから考えると、米国で進行しているETFの多様化や個人マネーの流入が、即座に日本でも顕在化するトレンドとは言えないかも知れないが、わが国でもETF市場拡大の余地は十分であろうし、商品性に関する認知度を高めるために米国の関連プレイヤーが行ってきた努力なども、もっと注目されてよいのであろう。また、日本でも、今後SMAのようなアセットアロケーションを基礎としたフィナンシャルプランニングが普及していく時にはETFの活用可能性が広がるのが、米国の動向から推察できる。金融・資産運用業界において、さまざまなアイデアが検討されていくことが期待されよう。

2002年春号、沼田優子「個人投資家向け一任勘定」クライアントフォーカスレポート No.04-04 など参照。

⁶ “SPIDERS & VIPERS & DIAMONDS”, *St. Louis Dispatch*, 04/03/2005, 脚注4のWSJ記事など参照。

⁷ “ETFs Are Moving Into the Spotlight”, *Wall Street Journal*, 01/19/2005, “Brokers Promote Alternative to Mutual Funds”, *Wall Street Journal*, 10/12/2004 など参照。

⁸ <http://www.amerivest.com>, “Ameritrade to Woo Mass Affluent with ETFs”, *American Banker*, 10/08/2004 など参照。

⁹ http://www.sharebuilder.com/about_us/jump/etf/, 脚注8記事など参照。

¹⁰ バンネカー・キャピタルは、401(k)プランのサードパーティ・アドミニストレーターであるベネフィットストリート社と提携して「ETFアドバンテージ」を提供している。“ETFs: Gaining In Retirement Portfolios”, *Barron's*, 07/04/2005, “ETS’s Goal: 401(k) Plans”, *BusinessWeek Online*, 05/19/2005, “ETFs Advance in Banks’ Thinking as 401(k) Option”, *American Banker*, 01/31/2005 など参照。

¹ ETFの仕組みと歴史について岩谷賢伸「注目が高まるETFs」『資本市場クォーターリー』2000年夏号、安島徹「米国ETFs市場を巡る最近の動き」『資本市場クォーターリー』2003年冬号参照。

² 胡田聡司・大原啓一「投資信託の裁定取引によって注目される基準価額問題」『資本市場クォーターリー』2003年秋号、大崎貞和・大原啓一「投信販売をめぐるインセンティブ・スキームの問題点—米国における代行手数料(12b-1)規制見直しの動き」『資本市場クォーターリー』2004年春号参照。

³ AMEXにおいて、ETFプロモーション活動の中心を担うのは、100%子会社のAMEX ETF サービス社で、同社は他の取引所、スポンサー(運用会社)、証券会社に対して、ETFの新商品開発・マーケティング・オペレーション・トレーディングモデル開発などのコンサルティングを主な事業としている。

⁴ AMEXへのヒアリング、“ETFs Splitting For Retail Investors”, *Institutional Investor e-newsletter*, 06/14/2005, “Brokers Promote Alternative to Mutual Funds”, *Wall Street Journal*, 10/12/2004 などによる。

⁵ 実際のSMAでは、投資信託と異なり、個人が個別銘柄を直接保有する形態となるため、ポートフォリオのカスタマイズ化が可能であり、すなわち、税引き後利益の最大化を考慮して損益実現のタイミングを勘案したり、また特定の銘柄を外したいという投資家の指示に対応したり、自社株を多く保有する大企業の幹部が自社の属する産業セクターのエキスパーを下げたい時に対応するといったことが可能である。したがって、モデルポートフォリオに完全に一致した運用が行われるわけではない。SMAについて、杉岡登志夫「拡大するセパレート・マネージド・アカウント」『資本市場クォーターリー』