

## イノベーションが続く米国 ETF 市場

関 雄太

### 要 約

1. 米国 ETF 市場の成長が進んでいる。新商品の開発競争も激化しており、上場 ETF の本数も一気に 220 本を超えた。
2. 最近の傾向としては、①海外市場の指数に連動する ETF の人気化、②新たなコモディティ ETF の開発、③IPO 銘柄を対象とした指数に連動する ETF など個人投資家層を狙ったやや複雑な新商品の登場などが目立つ。
3. コモディティ ETF の分野においては、銀 ETF のように、実物市場に影響を与えるような例も出てきている。
4. あまりに急増した本数、氾濫気味の情報が、かえって投資家を困惑させる可能性もないとはいえないが、ETF というアイデアを用いて展開される数々の金融イノベーションが、市場・金融ビジネスにさまざまな影響を与える可能性があり、今後も注目される。

### I. 急拡大した海外株式市場連動型 ETF

米国 ETF (Exchange-Traded Funds, 上場投資信託) 市場が、成長を続けている。

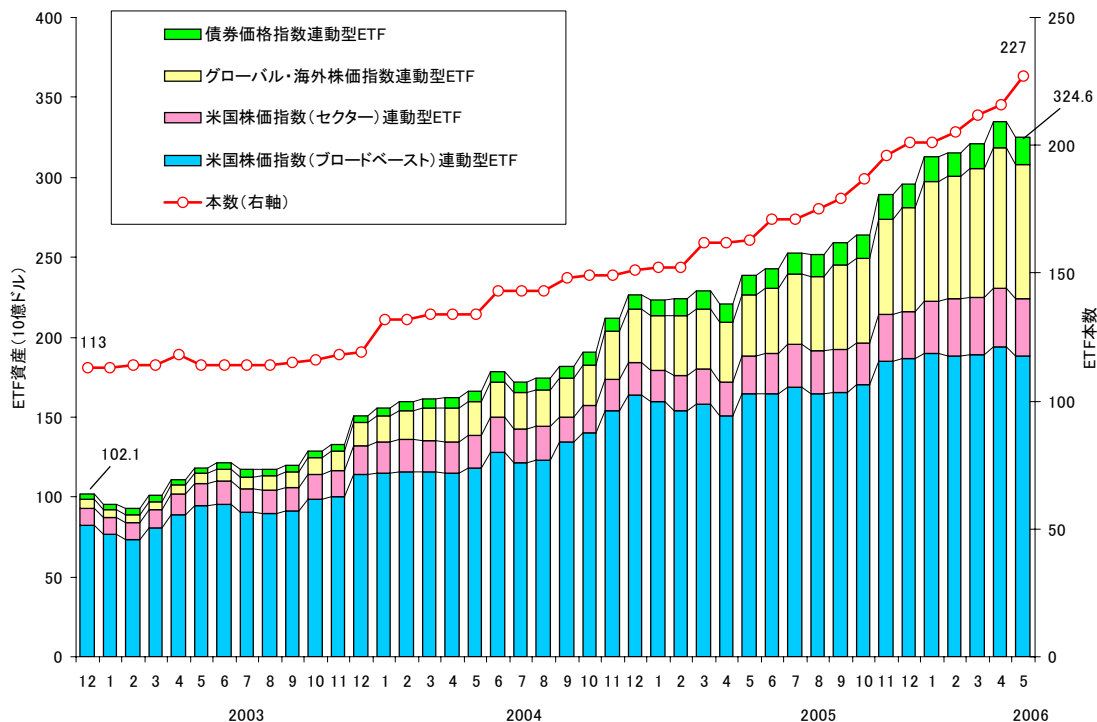
図表 1 では、2002 年 12 月から 2006 年 3 月の期間、月次でみた米国 ETF 市場の純資産額と本数の推移を見ている。これを見ると、最近 3 年 5 ヶ月の間に、米国 ETF の本数は 113 本から 227 本へと、100 本以上も増え、資産規模は 1021 億ドルから 3246 億ドルへと、ほぼ右肩上がりに増加したことがわかる。

最近の ETF 市場拡大は、商品の多様化に牽引されている<sup>1</sup>。2002 年末時点で市場の 8 割強を占めていたブロードベースト株価指数連動型の ETF のシェアは、直近では 6 割を割り込んでいる。特にグローバル・海外株価指数に連動した ETF の成長が顕著で、① MSCI EAFE 指数 (北米以外の株式市場対

象)、②MSCI 日本指数、③MSCI エマージング市場指数にリンクした i シェアーズ (パークレーズ・グローバル・インベスターズ (BGI) が設定運営する ETF 群のブランド) は、いわば「海外指数連動型 ETF 御三家」を形成している状況である。ティッカーでは EFA、EWJ、EEM と表示される 3 本の ETF は、ともに 2005 年夏以降に急拡大し、それぞれ資産額ランキングの 2 位 (純資産約 285 億ドル)、5 位 (同 140 億ドル)、6 位 (同 114 億ドル) に上昇してきた (図表 2)<sup>2</sup>。

3 本の ETF の拡大は、好調な日本・アジア用の株式市場を背景にしているが、ETF の活形態として、国際分散投資のツールとしての意義が高まってきたということもいえるだろう。実際、SMA (セパレトリー・マネージド・アカウント) のスリーブ (アセットクラス) の一つとして、上記の ETF を活用する動きなどがあり、今後は、経費率が比較的

図表1 米国ETF市場の成長 (2002年12月~2006年5月)



(出所) ICI 資料より野村資本市場研究所作成

図表2 米国ETF資産額ランキング (2006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	1年間 パフォーマンス	運用開始日
1	SPDRs	SPY	大型ブレンド	51.89	0.10%	8.51%	29-Jan-93
2	iShares MSCI EAFE Index Fund	EFA	外国大型ブレンド	28.46	0.35%	28.05%	14-Aug-01
3	NASDAQ 100 Trust Shares	QQQQ	大型グロース	17.45	0.20%	2.55%	10-Mar-99
4	iShares S&P 500 Index	IVV	大型ブレンド	16.87	0.09%	8.55%	15-May-00
5	iShares MSCI Japan Index	EWJ	日本株	14.04	0.59%	36.03%	12-Mar-96
6	iShares MSCI Emerg Mkts Index	EEM	分散エマージング市場	11.39	0.75%	37.89%	7-Apr-03
7	MidCap SPDRs	MDY	中型ブレンド	9.32	0.25%	15.24%	4-May-95
8	iShares Russell 2000 Index	IWM	小型ブレンド	9.29	0.20%	18.12%	22-May-00
9	streetTRACKS Gold Shares	GLD	スペシャルティ: 貴金属	7.29	0.40%	56.94%	18-Nov-04
10	iShares Russell 1000 Value Index	IWD	大型バリュー	6.33	0.20%	12.44%	22-May-00
11	iShares Dow Jones Select Dividend Index	DVY	中型バリュー	6.07	0.40%	6.38%	3-Nov-03
12	Vanguard Total Stock Market VIPERs	VTI	大型ブレンド	5.90	0.07%	10.55%	31-May-01
13	DIAMONDS Trust, Series 1	DIA	大型バリュー	5.73	0.18%	9.04%	20-Jan-98
14	iShares Russell 1000 Growth Index	IWF	大型グロース	5.40	0.20%	5.98%	22-May-00
15	iShares S&P SmallCap 600 Index	IJR	小型ブレンド	4.78	0.20%	17.41%	22-May-00
16	Energy Select Sector SPDR	XLE	スペシャルティ: 天然資源	4.53	0.24%	34.51%	22-Dec-98
17	iShares Lehman 1-3 Year Treasury Bond	SHY	短期政府債	4.46	0.15%	1.67%	22-Jul-02
18	iShares S&P MidCap 400 Index	IJH	中型ブレンド	3.96	0.20%	15.55%	22-May-00
19	iShares Lehman TIPS Bond	TIP	長期政府債	3.74	0.20%	-1.57%	4-Dec-03
20	iShares Lehman Aggregate Bond	AGG	中期債	3.46	0.20%	-0.72%	22-Sep-03
21	iShares Russell 2000 Value Index	IWN	小型バリュー	3.31	0.25%	17.96%	24-Jul-00
22	iShares S&P 500/BARRA Growth Index	IVW	大型グロース	3.30	0.18%	3.42%	22-May-00
23	iShares S&P 500/BARRA Value Index	IVE	大型バリュー	3.14	0.18%	13.75%	22-May-00
24	iShares Russell 2000 Growth Index	IWO	小型グロース	2.61	0.25%	37.99%	24-Jul-00
25	iShares Russell 1000 Index	IWB	大型ブレンド	2.57	0.15%	17.69%	15-May-00
26	iShares GS Investop Corporate Bond	LQD	長期社債	2.37	0.15%	18.09%	22-Jul-02
27	iShares Russell Midcap Index	IWR	中型ブレンド	2.26	0.20%	9.26%	17-Jul-01
28	SPDR Financial	XLF	スペシャルティ: 金融	2.23	0.25%	-2.72%	14-Dec-98
29	Utilities Select Sector SPDR	XLU	スペシャルティ: 公益	2.21	0.25%	16.44%	22-Dec-98
30	iShares Russell 3000 Index	IWV	大型ブレンド	2.20	0.20%	14.46%	22-May-00

(出所) Wall Street Journal "Mutual Funds: A Monthly Review, June 2006"より野村資本市場研究所作成

高いとされている MSCI 以外の指数による海外株式市場連動型の ETF の開発・マーケティング動向なども注目されよう<sup>3</sup>。

## II. 相次ぐコモディティ ETF の登場と影響

図表 3 では、2006 年に入ってからアメリカン証取 (AMEX) に上場した ETF を列挙している。

注目される動きの第一は、相次ぐコモディ

ティ ETF の上場である。まず 2 月 6 日に上場したのは、ドイツ銀行が準備を進めてきた「DB コモディティ・インデックス・トラッキング・ファンド」(DBC) である。DBC は、原油、灯油、金、アルミニウム、とうもろこし、小麦の 6 資産の先物に投資することで、ドイツ銀行自身の策定するコモディティ・インデックスに連動させる ETF であり、米国で初の商品価格指数連動型 ETF である。商品先物取引を活用することなどから、SEC の認可を取得するまでには半年以上か

図表 3 2006 年にアメリカン証取 (AMEX) に上場した ETF

	ETF名称	ティッカー	上場日
1	SPDR Homebuilders ETF	XHB	2006/02/06
2	SPDR Semiconductor ETF	XSD	2006/02/06
3	SPDR Biotech ETF	XBI	2006/02/06
4	DB Commodity Index Tracking Fund	DBC	2006/02/06
5	PowerShares Zacks Small Cap Portfolio	PZJ	2006/02/16
6	Rydex S&P Midcap 400 Pure Growth ETF	RFG	2006/03/07
7	Rydex S&P 500 Pure Value ETF	RPV	2006/03/07
8	Rydex S&P Smallcap 600 Pure Growth ETF	RZG	2006/03/07
9	Rydex S&P 500 Pure Growth ETF	RPG	2006/03/07
10	Rydex S&P Smallcap 600 Pure Value ETF	RZV	2006/03/07
11	Rydex S&P Midcap 400 Pure Value ETF	RFV	2006/03/07
12	First Trust Morningstar Dividend Leaders Index Fund	FDL	2006/03/15
13	United States Oil Fund, LP	USO	2006/04/10
14	First Trust IPOX-100 Index Fund	FPX	2006/04/13
15	Vanguard Dividend Appreciation VIPERs	VIG	2006/04/27
16	iShares Silver Trust	SLV	2006/04/28
17	Market Vectors Gold Miners ETF	GDX	2006/05/22
18	Ultra Dow30 ProShares	DDM	2006/06/21
19	Short MidCap400 ProShares	MYV	2006/06/21
20	Ultra MidCap400 ProShares	MVV	2006/06/21
21	Short S&P500 ProShares	SH	2006/06/21
22	Short Dow30 ProShares	DOG	2006/06/21
23	Ultra S&P500 ProShares	SSO	2006/06/21
24	Short QQQ ProShares	PSQ	2006/06/21
25	Ultra QQQ ProShares	QLD	2006/06/21
26	SPDR Pharmaceuticals ETF	XPH	2006/06/22
27	SPDR Oil & Gas Equipment & Services ETF	XES	2006/06/22
28	streetTRACKS KBW Regional Banking ETF	KRE	2006/06/22
29	SPDR Oil & Gas Exploration & Production ETF	XOP	2006/06/22
30	SPDR Retail ETF	XRT	2006/06/22
31	SPDR Metals & Mining ETF	XME	2006/06/22
32	First Trust Dow Jones Internet Index Fund	FDN	2006/06/23
33	First Trust Amex Biotechnology Index Fund	FBT	2006/06/23
34	First Trust DB Strategic Value Index Fund	FDV	2006/07/11
35	UltraShort S&P500 ProShares	SDS	2006/07/13
36	UltraShort MidCap400 ProShares	MZZ	2006/07/13
37	UltraShort QQQ ProShares	QID	2006/07/13
38	UltraShort Dow30 ProShares	DXD	2006/07/13

(出所) AMEX、NYSE ホームページより野村資本市場研究所作成

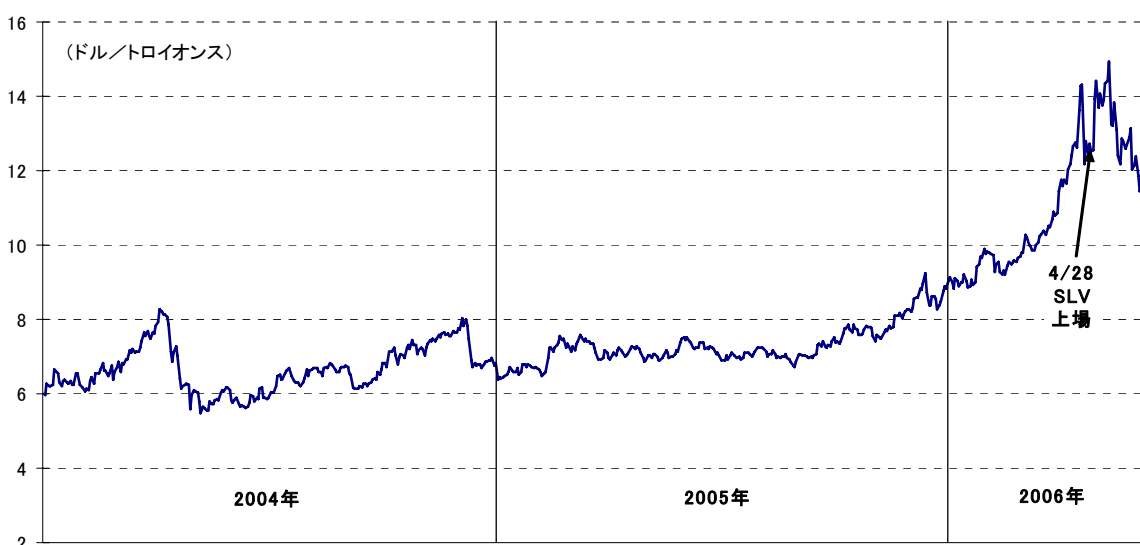
かったが、上場後、資産額は順調に伸び、2006年7月19日現在で純資産は約6.1億ドルまで増加してきている。

次に登場したコモディティETFは、4月10日にAMEXに上場した「ユナイテッド・ステーツ・オイル・ファンド」(USO)である。USOはデラウェア州法により設立されたリミテッド・パートナーシップで、ゼネラルパートナーとしてUSOを設定・運用しているのは、2005年に設立された登録商品取引業者ビクトリア・ベイ・アセット・マネジメントである。USOは、ニューヨーク・マーカンタイル取引所(NYMEX)の原油先物(期近物)を主たる投資対象にし、一部を原油の現物・先渡・オプション市場に投資して、1ユニットあたりの基準価額(NAV)がWTI原油(West Texas Intermediate: NYMEXに上場されるテキサス州産出の中質原油)のスポット価格と相関性が高い「ベンチマーク原油先物 Benchmark Oil Futures」価格に連動するように運用される。契約・取引コストが高い原油先物市場に直接参加をしてこなかつ

た、個人投資家や年金基金などが株式と同じように投資できる利点があるとされ、7月19日現在の純資産額は、約2.1億ドルとなっている。

そして、4月28日にAMEXに上場して注目を集めたのは、銀価格に連動するETF「iシェアーズ・シルバー・トラスト」(SLV)である。BGIがスポンサーとなったSLVは、信託財産となっている銀を、ロンドン市場価格(London Fix)を基に評価することで基準価額(NAV)を算出し、銀価格に連動するように組成されたETFである。先行している金のETFである「ストリートトラックス・ゴールド・シェアーズ」(GLD)と類似した構造を有している。SLVが最近の新型ETFの中でもひととき注目を集めた理由は、上場認可の前後から銀の現物価格が急騰したためである(図表4)。ETF設定時の銀の需要を当て込んだ投資行動があったとも見られており、ETF市場が実物資産市場に影響を与えた珍しい例ともいえる<sup>4</sup>。7月19日現在、SLVの純資産額は10億ドル超まで増え

図表4 ロンドン銀相場(London Fix)の推移(2004年初~2006年6月15日まで)



(出所) The London Bullion Market Association 資料より野村資本市場研究所作成

てきている。

言うまでもなく、SLV の組成は 2004 年 11 月にニューヨーク証券取引所 (NYSE) に上場した GLD の成功に触発されている。GLD の純資産額は、金価格の上昇と歩調を合わせる形で、上場後 1 年半もたたないうちに約 80 億ドル (7 月 19 日現在) まで急増してきた。GLD は、従来の金 (現物) の投資家層とは異なる新たな投資家層、需要を生み出したと言われており、同様のことが銀市場にも起きると連想された可能性が高い。一方で、投資資産としての価値、余剰在庫、市場の深みなどから見て、金市場と銀市場には大きな差があり、最近の銀相場が投機的な動きになっているのではという懸念も指摘されている<sup>5</sup>。こうなってくると、ETF が実物市場のかく乱要因になっているとの見方も出てきそうだが、それだけ ETF の存在感、ETF を活用した分散投資ニーズが高まっていることの表れでもあり、商品市況の行方とともに、コモディティ ETF の今後も注目されよう。

### Ⅲ. IPO 銘柄群を対象とした指数に連動する ETF

図表 3 をみると、米国 ETF 市場の最大手スポンサー BGI が 2006 年になって AMEX に上場したのは SLV だけであることがわかる。残りの 10 本は、すべて NYSE に上場している (5 月 5 日)。BGI は、2005 年 7 月に 61 本の i シェアーズを NYSE に上場替えることに合意 (同 11 月に 40 本を移管、残り 21 本は 2006~07 年の間に移される) して以降、ETF の上場市場として NYSE を重視する方向に転じたと見られている。その結果、やや押され気味となっている AMEX では、2 強である BGI、ステートストリート以外のスポンサーによる新型 ETF の上場が相次いでいる。

その中で一風変わった ETF として関心を

集めたのが、4 月 13 日に上場したファースト・トラスト IPOX-100 インデックス・ファンド (FPX) である。ファースト・トラスト・アドバイザーズ社が運用する FPX は、IPOX シュスター社が算出する「IPOX100 指数」に連動する ETF である。IPOX100 指数とは、時価総額 5000 万ドル以上の新規公開銘柄約 400 で構成される IPOX 総合指数のうち、上位 100 銘柄の時価総額を加重して策定される株価指数である。ただし、仮に時価総額が大きい会社であっても、組入れ時点での 1 銘柄の構成比には 10% の上限がつけられている。また、IPOX 総合指数の対象銘柄への組み込みは、公開後 7 営業日目に行われる決まりであり、またアブノーマル・アンダープライシング (取引初日の価格上昇がきわめて大きい) となっている銘柄を組み入れないなどのルールが設定されている。

したがって、FPX は、取引開始直後の価格が最も乱高下しやすい期間に運用を行うわけでも、時に過熱気味となる人気銘柄を中心に組み入れるわけでもない。IPOX 総合指数銘柄の要件は時価総額 5000 万ドル以上とされていること、大企業からのスピンオフ案件を中心とした大型の IPO 案件もあることなどから、イメージとは異なって、FPX の上位組み入れ銘柄には、中型・大型株も多い (図表 5)。4 月 7 日時点で対象銘柄の平均時価総額は 32 億ドルとなっている<sup>6</sup>。

FPX は、複数の IPO 株への投資と同じ効果を得ることができるという触れ込みで、主として個人投資家層による投資を期待しているものと見られる。しかし、上記にみられるように、仕組みの点では、必ずしも FPX への投資イコール IPO 案件への参加といえるわけではなく、だとすると IPOX 指数への投資はどういう意義があるのかということになる。個人投資家にとっての ETF に投資する意義が、パッシブ投資をより低コストで行うこと、かつ ETF の組み合わせによって一種

図表5 ファースト・トラスト IPOX-100 インデックス・ファンド (FPX) の組入れ上位 10 銘柄

保有銘柄	5月12日現在 (%)
グーグル	10.80
バイアコム	8.44
シカゴマーカンタイル取引所	4.53
ジェンワース・フィナンシャル	4.38
フリースケール・セミコンダクター	3.53

保有銘柄	5月12日現在 (%)
アメリカプライズ・フィナンシャル	3.39
シーゲート・テクノロジー	3.35
NYSEグループ (ニューヨーク証取)	3.26
CITグループ	3.10
クリア・チャンネル・アウトドア	2.22

(出所) ファースト・トラストプロダクト紹介サイトより野村資本市場研究所作成

のアセットアロケーションを可能にすることなどにあるとすれば、FPX の位置づけはやや中途半端といえないこともない。7 月 19 日時点の FPX の純資産額は、まだ約 2200 万ドルにすぎない。

このように、個別のファンドを見ると温度差はあるが、新型 ETF の登場による多様化が、新たな投資家層を開拓し、一種の好循環を生み出している構図は相変わらずである。一方で、数が増えすぎたともいえる ETF 市場でいかに事業機会は獲得するかは、関係者にとって課題になってきている。

試みの一例として、ファンド情報やスクリーニング機能を提供しながら個人投資家をよびこもうとする動きがある。フィデリティ、バンガード、スコットトレードなどが、Yahoo! Finance や MSN Money などの金融ポータルサイトに設置された「ETF センター」と、自社の ETF 検索・投資ページの間リンクをかけて、積極的なプロモーションを行うようになってきている。また最近、ミューチュアルファンド格付けで有名なモーニングスター社が、ETF のファンド格付けを開始するとともに、ウェブサイト上の ETF センターを充実させはじめたことも注目されている<sup>7</sup>。

氾濫気味の情報がかえって投資家を困惑させる可能性もないとはいえないが、米国 ETF 市場で起きるイノベーションは、金融市場・金融ビジネスにさまざまな影響を与える

可能性があり、今後とも興味深い話題を提供しつづけるであろうと思われる。

- <sup>1</sup> ETF の商品多様化について、関雄太「コモディティ ETF の開発と米国 ETF 市場の多様化」『資本市場クォーターリー』2005 年秋号参照。
- <sup>2</sup> 2005 年 8 月末時点では EFA の資産額ランキングは 3 位 (純資産 188 億ドル)、EWJ は同 8 位 (72 億ドル)、EEM は 10 位 (70 億ドル) だった。
- <sup>3</sup> 例えば、2006 年 3 月に PB 顧客向けに SMA のリニューアルと本格投入を決めたバンク・オブ・ニューヨークでは、EWJ を活用して日本株アロケーションのスリープを設定している。また“How to Ride the Japanese Rally”, *WSJ*, 3/25/2006 は、低コストな日本株投資の選択肢として EWJ をあげているほか、ラッセル・インベストメント・グループがラッセル/ノムラ・プライム指数による ETF、ダウ・ジョーンズがアジア/パシフィック・セレクト・ディビデント 30 指数による ETF の組成を企画していることに言及している。
- <sup>4</sup> “Observers concerned that history could be repeating itself”, *Financial Times*, 3/29/2006, “Can Silver Keep Sparkling?”, *WSJ*, 3/31/2006 など参照。
- <sup>5</sup> 脚注 4 記事など。なお、“Silver ETF Is Suddenly World’s Biggest Buyer”, *Investor’s Business Daily*, 5/10/2006 は、SLV が 4850 万オンスの銀を保有しており、世界最大の銀のパイヤーになっていると指摘している。
- <sup>6</sup> John Spence, “Going to the public”, *Market Watch*, 04/16/2006
- <sup>7</sup> “Morningstar Is Moving Into ETF Rankings”, *WSJ*, 3/3/2006, “How to Rate the ETF Ratings”, *WSJ*, 4/29/2006 など参照。