

金融危機下において注目が集まる米国 ETF 市場 — 参入機会を模索する運用会社の取り組み —

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 米国 ETF 市場は、サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機が深刻化した 2008 年においても引き続き投資家から大量の資金を引き付けた。2008 年一年間の純流入額は 1,772 億ドルと、過去最高水準に達した。
2. ETF 市場においては、パークレイズ・グローバル・インベスターズ (BGI) とステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ (SSgA) の二社が、合計で約 8 割と、非常に大きなシェアを有している。
3. ただし、ETF 市場に収益獲得の機会を見出し、新たに参入しようとする運用会社は存在する。彼らは、例えばバンガードのように、低価格戦略で同市場のシェア獲得を目指したり、あるいは試行錯誤を繰り返しながら、投資家の需要を捉える新たな特徴をもつ ETF の提供を模索したりしている。
4. そうした中で、近年投資家からの注目を集めている新しい ETF として、レバレッジ ETF が挙げられる。また、ポートフォリオのアクティブ運用を行うアクティブ ETF や、ポートフォリオの構成を自動的に調節するターゲット・デイト ETF も登場してきている。後者二種については、現時点では投資家からの資金を十分に集めているとはいえないものの、今後の成長の可能性が期待されている。

I 金融危機下においても資金純流入が続いた米国 ETF

1. 過去最大となった 2008 年の ETF 市場への資金流入額

米国の ETF (Exchange-Traded Fund、上場投資信託) 市場における資金純流入基調は、サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機が深刻化した 2008 年において、むしろいっそうの強まりをみせた¹。

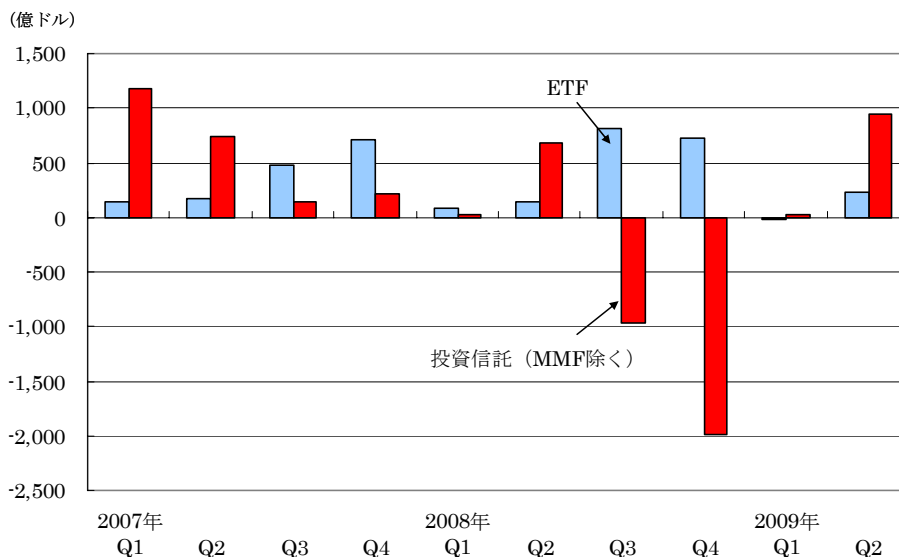
2007 年以降の米国 ETF 市場の動向を、投資信託 (MMF 除く) (mutual fund) 市場と比

¹ ETF の仕組みなどについて詳しくは、岩谷賢伸「注目が高まる ETFs (上場投資信託)」野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2000 年夏号、野村資本市場研究所編著『総解説 米国の投資信託 — 業界動向から商品・サービスまで—』日本経済新聞出版社、2008 年など参照。

較すると、2007 年から 2008 年前半にかけては、両者ともに純流入の状況が続いていた²（図表 1）。しかし、住宅金融系政府後援企業（Government-Sponsored Enterprises, GSE）2社の財務状態をめぐって市場の懸念が高まり、さらにはリーマン・ブラザーズ（Lehman Brothers）による連邦破産法第 11 条の適用申請を契機として金融不安が新たな段階に入った 2008 年第 3 四半期、および翌第 4 四半期において、ETF 市場と投資信託市場は対照的な動きをみせた。すなわち、後者においては、株式ファンドのみならずバランス型ファンドや債券ファンドからも資金が大量に流出した一方で、前者には 814 億ドル、731 億ドルもの資金が流入したのである。

長期的な観点からみても、金融危機下において ETF に対する人気が高まったという状況を確認することができる（図表 2）。純資産残高の推移をみると、確かにそれまでの増加基調が反転し、2008 年末時点の純資産残高は 5,312 億ドルと、2007 年から 12.6%の減少となった。しかし、これは主に、株式市場のパフォーマンスが悪化したことを受けて、株式 ETF において多額の評価損が発生したことによるものである。フローの動向をみると、2008 年は引き続き資金が純流入したというだけではなく、その額は前年を 266 億ドル上回って 1,772 億ドルと、過去最高水準に達したのである。しかも、純資産残高がそもそも大きいとはいえ、各種 ETF の中で最も資金を引き付けたのが、近年人気が高まってきているとされる債券 ETF やコモディティ ETF ではなく、株式 ETF であったという点も注目されよう。2009 年に入ると ETF 人気も一段落し、1 月・2 月と資金純流出に転じたものの、同年 3 月以降は直近 5 月まで、再び純流入に転じている。

図表 1 2007 年以降の米国投資信託市場・ETF 市場の資金純流入額の推移

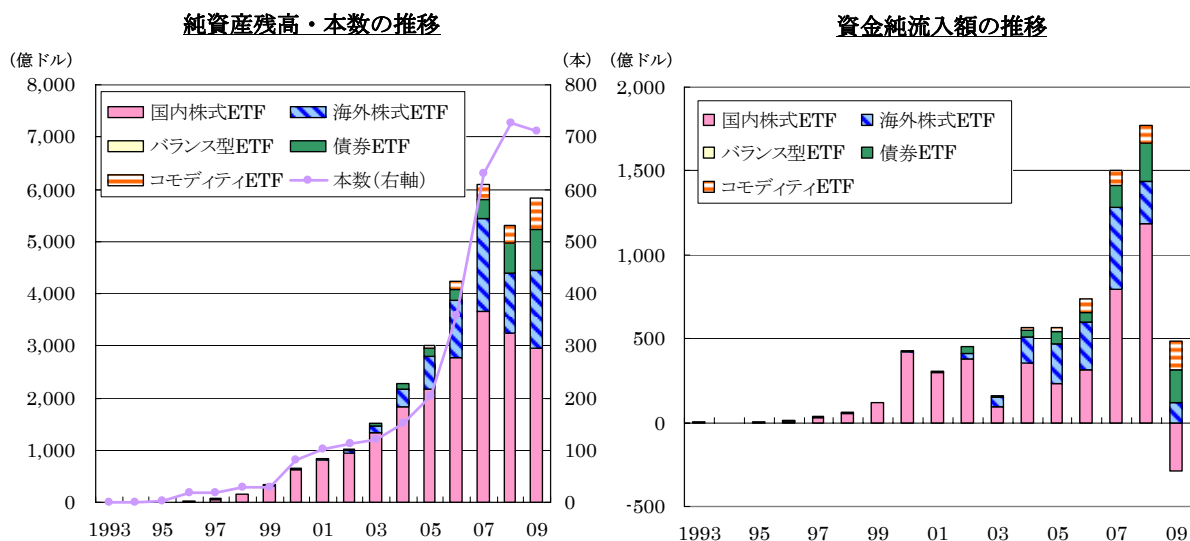


(注) 2009 年第 2 四半期の値は、4-5 月の合計値。

(出所) 米国投資会社協会（Investment Company Institute, ICI）資料より、野村資本市場研究所作成

² 2008 年の米国投資信託市場の動向について詳しくは、三宅裕樹「2008 年米国投資信託市場の回顧 — 株式ファンド・債券ファンドへの資金回帰の可能性 —」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

図表 2 米国 ETF 市場の純資産残高・資金純流入額の推移



(注) 「純資産残高・本数の推移」の2009年の値は同年5月末時点。また、「資金純流入額の推移」の2009年の値は同年1-5月の合計値。

(出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

2. ETF 人気の背景

金融危機下において ETF に対する人気が強まった背景には、ETF の投資家にとっての魅力が、市況が悪化する中で、よりいっそう高まったことが挙げられる。

一般的に、投資家が ETF を購入・保有することの利点としては、①インデックス・ファンドが多く、またポートフォリオの構成に関する情報が日次ベースで更新・開示されることによる透明性の高さ、②取引所に上場されており、取引時間中を通じて随時、売買取引をすることが可能なことによる流動性の高さ、③分散投資の観点から新たなアセットクラスにエクスポージャーを取ろうとする際に、そのきっかけとして活用することが比較的容易であること、④平均的な経費率の低さなどが指摘されている(図表 3)。そもそも、米国 ETF 市場が特に 2000 年代以降、拡大した要因には、ETF の運用会社による販促活動の効果もあって ETF の利点に対する投資家の理解が進んだことや、それによって ETF を保有する投資家が増え、取引量も連動して増加したことで、例えば②の流動性の高さや、④の経費率の低下などの利点の魅力が増したこと、さらには投資家の様々な需要に応えるような ETF の商品性の多様化が進んだことがあったものと考えられる。

こうした状況に、金融危機の影響が加わることとなった。投資家の間では、市況の全般的な悪化から高いパフォーマンスの実現を図ることが難しくなったことや、経費率の水準に対する関心が高まったことなどを受けて、インデックス運用のファンドに対する人気が高まった。米国投資信託市場では、2008 年 1 年間で、株式アクティブ・ファンドからは 2,218 億ドルの資金が純流出した一方、株式インデックス・ファンドには 176 億ドルの資

図表3 投資家にとってのETF活用のメリット

メリット	内容
透明性	・投資家は、ETFのポートフォリオの構成をいつでも知ることができる。
流動性	①流通市場における取引量によって測られる取引流動性
	②当該ETFが投資対象とするアセットクラスの流動性（ファンドの組成や償還の際における重要性）
分散投資への活用	・投資家は、ETFを活用することによって、簡単に新たなアセットクラスにエクスポージャーを取ることができる。
	・株式や債券、コモディティ、投資テーマといった様々なアセットクラスに広範囲に投資することが容易となる。
柔軟性	・ETFは取引所に上場されており、市場の取引時間中、いつでも取引することが可能である。
	・継続的に取引価格が変動する。
コスト面での効率性	・ポートフォリオが分散されているため、コスト面の効率性が高い。
	・平均的な経費率の低さ
セキュリティ・レンディングへの活用	・ETFの持分、あるいはETFのポートフォリオに含まれている資産は、セキュリティ・レンディング事業において他の投資家に貸付を行うことが可能である。

(出所) Barclays Global Investors, *ETF Landscape*, March 2009 より、野村資本市場研究所作成

金が純流入した³。また、投資家においては、ファンドへの投資を通じて自らがどのようなリスクに対してエクスポージャーを取っているのか、ということに対する関心が強まったとされる。さらには、金融危機の進展に伴い、市場の流動性リスクが高まると、投資ポートフォリオの流動性水準を一定以上、確保したいという投資家の需要も強まることとなった⁴。こうしたことが、一般的にパッシブ運用が行われることや、透明性の高さ、投資信託などに比しての流動性の高さといったETFが有する特徴の、投資家にとっての魅力を高めることにつながったものと考えられる。

II 米国ETF市場の現状

1. ファンド・ランキングの状況

1) 債券ETF・金ETFに対する人気

米国ETF市場のファンド別のランキングをみると、金融危機の影響を受けた変化と、金融危機を経てもなお一貫して続く傾向の双方を指摘することができる（図表4）。

まず、変化の点では、債券ETFと金ETFの順位上昇が挙げられる。両ETFは、ともに最初の登場が2000年代に入ってからと比較的新しいETFであるが、すでに金融危機の以前より市場で一定の地位を占める存在に成長しており、ファンド・ランキン

³ Sam Mamudi, "Active vs. Passive: Indexing Wins '08," *The Wall Street Journal*, 03/04/2009 参照。

⁴ Kejal Vyas, "Emerging Markets See Spike in ETFs," *The Wall Street Journal*, 04/14/2009 参照。

図表 4 米国 ETF の 2008 年ファンド・ランキング

順位			ファンド名	運用会社	純資産残高		種類	運用実績			運用開始時期
2008	2007	2006			残高	シェア		1年	3年	5年	
1	1	1	SPDR Trust Series 1	SSgA	93,922	17.5%	国内株式	-37.22	-8.56	-2.36	1993年
2	2	2	iShares MSCI EAFE Index	BGI	31,911	5.9%	海外株式	-41.05	-6.56	1.92	2001年
3	6	8	SPDR Gold Shares	SSgA	21,691	4.0%	コモディティ	4.92	18.82	-	2004年
4	3	5	iShares MSCI Emerging Markets	BGI	19,210	3.6%	海外株式	-48.89	-3.65	8.13	2003年
5	5	3	iShares S&P500 Index	BGI	15,653	2.9%	国内株式	-37.01	-8.39	-2.23	2000年
6	4	4	PowerShares QQQ	インヴェスコ	12,539	2.3%	国内株式	-41.72	-9.42	-3.54	1999年
7	8	7	iShares Russell 2000 Index	BGI	10,695	2.0%	国内株式	-34.15	-8.54	-1.16	2000年
8	7	12	iShares Russell 1000 Growth	BGI	10,688	2.0%	国内株式	-38.22	-9.13	-3.56	2000年
9	15	17	iShares Barclays Aggregate Bond	BGI	9,522	1.8%	国内債券	7.91	6.13	4.88	2003年
10	9	9	iShares Russell 1000 Value	BGI	9,235	1.7%	国内株式	-36.46	-8.24	-0.88	2000年
11	11	13	Vanguard Total Stock Market	バンガード	9,199	1.7%	国内株式	-36.68	-8.27	-1.54	2001年
12	14	14	DIAMONDS Trust Series 1	SSgA	8,966	1.7%	国内株式	-32.31	-4.33	-1.39	1998年
13	22	23	iShares Barclays TIPS Bond	BGI	8,676	1.6%	国内債券	-0.53	3.74	4.39	2003年
14	23	39	SPDR Financial	SSgA	7,792	1.5%	国内株式	-54.91	-24.34	-12.60	1998年
15	13	16	iShares Barclays 1-3Year Treasury Bond	BGI	7,692	1.4%	国内債券	6.62	5.94	3.98	2002年
16	35	33	iShares iBoxx \$ Investable Grade Corporate	BGI	6,957	1.3%	国内債券	2.46	3.48	3.46	2002年
17	12	10	MidCap SPDRs	SSgA	6,783	1.3%	国内株式	-36.77	-9.32	-0.57	1995年
18	17	15	iShares FTSE/Xinhua China 25	BGI	5,940	1.1%	海外株式	-47.76	13.98	-	2004年
19	31	26	iShares Russell 1000 Index	BGI	5,725	1.1%	国内株式	-37.40	-8.70	-2.13	2000年
20	10	6	iShares MSCI Japan Index	BGI	5,640	1.1%	海外株式	-26.99	-9.94	0.65	1996年
上位10社合計					235,066	43.8%					
上位20社合計					308,436	57.5%	-				
ETF市場全体					536,613	100.0%					

- (注) 1. 純資産残高の単位は百万ドル。また、運用実績の単位はパーセント（年率ベース）。
 2. 各 ETF の種類は、ブルームバーグの分類に基づく。なお、SPDR ゴールド・シェアについては、管理会社（スポンサー）は金の国際機関であるワールド・ゴールド・トラスト（World Gold Trust Services）であり、SSgA はスパイダー・ブランドを提供する存在だが、便宜上「運用会社」を SSgA としている。
 (出所) モーニングスター・プリンシピア、およびブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

グ上位にもいくつかはランクインしていた。そこに、金融危機の影響により、株式 ETF に比して相対的にパフォーマンスの悪化が抑えられたという要因が加わり、順位がさらに上昇することとなった。

債券 ETF については、BGI が提供する、米国の投資適格債券市場に連動する i シェアーズ・バークレイズ米国総合ファンド（iShares Barclays Aggregate Bond）の純資産残高が 2008 年末時点で 95.2 億ドルとなり、順位は 2007 年の 15 位から 9 位に上昇した。その他、i シェアーズ・バークレイズ米国 TIPS（インフレ連動国債）ファンド（iShares Barclays TIPS Bond Fund）が 22 位から 13 位に、i シェアーズ iBoxx 米ドル建て投資適格社債ファンド（iShares iBoxx \$ Investable Grade Corporate Fund）が 35 位から 16 位に上昇している。これらの ETF は全て、2008 年 1 年間でプラスのパフォーマンスを実現した⁵。

また、金 ETF については、その代表的な存在である SPDR ゴールド・シェア（SPDR Gold Shares）が、そもそも上位にあった順位をさらに 3 位にまで引き上げた。今回の金融危機を受けての投資家の反応の一つとして、株式や債券といった伝統的なアセットクラス間での分散投資に対して失望しているという状況を指摘する声の一部で聞かれる。つまり、国債など上に挙げた債券 ETF が連動するような安全性が高い

⁵ 債券 ETF について詳しくは、安島徹「米国 ETFs 市場を巡る最近の動き」野村総合研究所『資本市場クォーターリー』2003 年冬号参照。

とされる債券は別として、地方債や社債、MBS、ABS といった一般的な債券のパフォーマンスは、特にリーマン・ショック以降、株式と同様に悪化した。そのため、株式と債券との間で分散投資を行っていたとしても、結果的には期待していたほどの効果が発揮されなかったことについて、投資家が落胆しているというのである⁶。こうした投資家の一部は、従来からの伝統的な投資対象とは異なる、そしてそれらとのパフォーマンスの相関関係が小さい、新たなリスク分散の対象を模索する動きを強めたものと考えられる。SPDR ゴールド・シェアーズに対する人気の背景には、彼らの需要にこたえうるアセットクラスとして金に注目が集まったという要因が挙げられよう。実際、SPDR ゴールド・シェアの 2008 年のパフォーマンスは、4.92%のプラスとなっている。また、2006 年からの 3 年間の平均リターンは年率ベースで 18.82%と、上位 20ETF の中で最高であった⁷。

その他、注目される動きとしては、S&P500 金融インデックスに連動する SPDR 金融セクター・ファンド (Financial Select Sector SPDR Fund) が、金融危機の影響によりパフォーマンス水準がかなり低かったにもかかわらず、2006 年の 39 位から 2007 年には 23 位、さらに 2008 年には 14 位と、大幅に上昇してきていることも挙げられよう。これは、債券 ETF や金 ETF に対する人気とは逆に、金融危機の深刻化の中にあって、逆張りの戦略によって高いリターンを狙おうとする投資家の動きを反映したものと推察される。

2) 大きな変化がみられない上位の顔ぶれ

こうした金融危機の影響を受けた変化が見受けられる一方で、上位 ETF の顔ぶれは、順位が多少入れ替わったとはいえ、ほとんど変わっていない。2008 年のランキング上位 20 本のうち、16 本は 2006 年より 3 年連続で同ランキングに名前を連ねている。また、各 ETF の運用が開始された時期をみても、第 1 位の SPDR トラスト・シリーズ (SPDR Trust Series 1) の 1993 年を初めとして、ETF としては比較的長い運用の歴史をもつ ETF が多いことがわかる。最も新しいものでも、先述の SPDR ゴールド・シェアと、中国の大型株式に連動する i シェアーズ FTSE/新華チャイナ 25 インデックス・ファンド (iShares FTSE/Xinhua China 25 Index Fund) の 2004 年である。言い換えれば、2005 年以降、ネット・ベースでも 576 本の ETF が新たに販売され、運用本数は 2004 年末時点より約 5 倍となったにもかかわらず、それらは全て、上位 20 位以内に入るだけの十分な資金を投資家から獲得できなかったということである。

このことは、各種 ETF 別 (国内株式・海外株式・国内債券・海外債券・バランス型・コモディティの 6 分類) のランキングからも確認することができる (図表 5)。

⁶ 2009 年 3 月に野村資本市場研究所が米国大手運用会社に対して行ったヒアリング調査に基づく。

⁷ 金 ETF などコモディティ ETF について詳しくは、関雄太「コモディティ ETF の開発と米国 ETF 市場の多様化」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2005 年秋号、同「イノベーションが続く米国 ETF 市場」同 2006 年夏号参照。

図表5 各種ETFのファンド・ランキング

国内株式								
順位	ファンド名	運用会社	純資産残高		運用実績			運用開始時期
			残高	シェア	1年	3年	5年	
1	SPDR Trust Series 1	SSgA	93,922	28.4%	-37.22	-8.56	-2.36	1993年
2	iShares S&P 500	BGI	15,653	4.7%	-37.01	-8.39	-2.23	2000年
3	PowerShares QQQ	インヴェスコ	12,539	3.8%	-41.72	-9.42	-3.54	1999年
4	iShares Russell 2000 Index	BGI	10,695	3.2%	-34.15	-8.54	-1.16	2000年
5	iShares Russell 1000 Growth	BGI	10,688	3.2%	-38.22	-9.13	-3.56	2000年
上位5社合計			143,496	43.4%				
ETF市場全体			330,271	100.0%				
海外株式								
順位	ファンド名	運用会社	純資産残高		運用実績			運用開始時期
			残高	シェア	1年	3年	5年	
1	iShares MSCI EAFE Index	BGI	31,911	28.2%	-41.05	-6.56	1.92	2001年
2	iShares MSCI Emerging Markets	BGI	19,210	17.0%	-48.89	-3.65	8.13	2003年
3	iShares FTSE/Xinhua China 25	BGI	5,940	5.2%	-47.76	13.98	-	2004年
4	iShares MSCI Japan Index	BGI	5,640	5.0%	-26.99	-9.94	0.65	1996年
5	Vanguard Emerging Markets	バンガード	5,036	4.4%	-52.47	-5.49	-	2005年
上位5社合計			67,738	59.9%				
ETF市場全体			113,175	100.0%				
国内債券								
順位	ファンド名	運用会社	純資産残高		運用実績			運用開始時期
			残高	シェア	1年	3年	5年	
1	iShares Barclays Aggregate Bond	BGI	9,522	17.7%	7.91	6.13	4.88	2003年
2	iShares Barclays TIPS Bond	BGI	8,676	16.2%	-0.53	3.74	4.39	2003年
3	iShares Barclays 1-3Year Treasury Bond	BGI	7,692	14.3%	6.62	5.94	3.98	2002年
4	iShares iBoxx \$ Investable Grade Corporate	BGI	6,957	13.0%	2.46	3.48	3.46	2002年
5	iShares Barclays 7-10Year Treasury Bond	BGI	3,010	5.6%	17.91	10.09	7.36	2002年
上位5社合計			35,858	66.8%				
ETF市場全体			53,706	100.0%				
海外債券								
順位	ファンド名	運用会社	純資産残高		運用実績			運用開始時期
			残高	シェア	1年	3年	5年	
1	Vanguard Short-Term Bond ETF	バンガード	1,149	34.7%	8.50	-	-	2007年
2	SPDR Barclays Capital International Treasury Bond	SSgA	894	27.0%	4.01	-	-	2007年
3	Vanguard Intermediate-Bond ETF	バンガード	618	18.6%	7.79	-	-	2007年
4	SPDR DB International Government Inflation-Protected Bond	SSgA	189	5.7%	-	-	-	2008年
5	Vanguard Long-Term Bond ETF	バンガード	150	4.5%	10.31	-	-	2007年
上位5社合計			2,999	90.5%				
ETF市場全体			3,314	100.0%				
バランス型								
順位	ファンド名	運用会社	純資産残高		運用実績			運用開始時期
			残高	シェア	1年	3年	5年	
1	TDX Independence 2020	XShares	33	15.0%	-21.84	-	-	2007年
2	TDX Independence 2030	XShares	25	11.5%	-24.77	-	-	2007年
3	TDX Independence In-Target	XShares	24	10.9%	-3.26	-	-	2007年
4	TDX Independence 2040	XShares	24	10.8%	-38.99	-	-	2007年
5	iShares S&P Aggressive Allocation	BGI	19	8.8%	-	-	-	2008年
上位5社合計			126	57.0%				
ETF市場全体			221	100.0%				
コモディティ								
順位	ファンド名	運用会社	純資産残高		運用実績			運用開始時期
			残高	シェア	1年	3年	5年	
1	SPDR Gold Shares	SSgA	21,691	60.4%	4.92	18.82	-	2004年
2	United States Oil	ヴィクトリア	2,570	7.2%	-56.31	-	-	2006年
3	iShares Silver Trust	BGI	2,356	6.6%	-23.79	-	-	2006年
4	iShares COMEX Gold Trust	BGI	1,896	5.3%	5.11	18.77	-	2005年
5	PowerShares DB Commodity Index	インヴェスコ	1,199	3.3%	-31.73	-	-	2006年
上位5社合計			29,712	82.7%				
ETF市場全体			35,927	100.0%				

(注) 純資産残高の単位は百万ドル。また、運用実績の単位はパーセント（年率ベース）。
 (出所) モーニングスター・プリンシピア、およびブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

これによると、国内株式 ETF や海外株式 ETF、あるいは国内債券 ETF といった、ETF 市場としては比較的早くから運用が始まり、それゆえ規模の大きな市場では、BGI や SSgA が早くに運用を開始したファンドが上位をほぼ独占している。また、新たな市場としては規模の大きいコモディティ ETF 市場でも、2004 年に運用が開始された SPDR ゴールド・シェアが 60.4% のシェアを占めている。

いったん一定の市場シェアを獲得した ETF が、その後もシェアを安定的に維持しやすいという傾向は、先述した ETF の特徴に拠るところが大きいものと考えられる。ETF の流動性の高さを重視する投資家にとっては、同じ指数に連動する複数の ETF が存在する場合、取引所での売買取引高などから流動性がより高いと考えられる ETF を選好することとなる。そうすると、一度市場シェアを獲得し、その結果として流通市場での取引量が大きくなった ETF は、それゆえにさらなる投資家からの資金を得ることができ、それが市場シェアのいっそうの上昇につながるという循環が生まれやすくなるものと考えられる。場合によっては、これにより、例えば経費率が低下するといった副次的な効果が生じる可能性もあろう。このことが、上位 ETF による市場シェアの安定的な維持につながっているものと思われる。

2. 運用会社ランキングの状況

1) 大きなシェアを維持する BGI と SSgA

ファンド・ランキングにおいてみられる、投資家からの資金獲得において一度先行した ETF が、その後、市場におけるシェアを維持するという構造は、運用会社ランキングにも顕著に反映されている。

運用会社別の ETF の純資産残高ランキングにおいては、i シェアーズ (iShares) ・ブランドをもつ BGI と、同じくスパイダー・ブランドをもつ SSgA が、3 位以下を抑えて大きなシェアを有している (図表 6・7)。少なくとも 2005 年以降、BGI は 5 割前後の、また SSgA は 3 割前後のシェアを維持し続けており、2008 年末時点でのシェアは、各々 47.4% (2,542 億ドル) ・ 31.0% (1,662 億ドル)、合計で 78.4% となっている。両社に続く運用会社は、3 位のバンガード、パワーシェアーズ (PowerShares) ・ブランドをもつ 4 位のインヴェスコ (Invesco) などとなっているが、純資産残高は各々 455 億ドル (8.5%) ・ 251 億ドル (4.7%) と、BGI や SSgA の 1~2 割程度に過ぎない。

BGI は、各種 ETF 市場で数多くのファンドを早くに提供することで高いシェアを獲得・維持しているという特徴をもっている。先に触れた各種 ETF 市場のファンド・ランキングにおいて、BGI は、海外債券 ETF 市場を除く 5 市場で上位ファンドの運用会社として顔をみせている。しかも、国内・海外株式 ETF や国内債券 ETF といった主要市場においては、上位 5 本のうち 3~5 本が BGI の運用 ETF となっている

図表6 米国ETFの2008年運用会社ランキング

順位	運用会社	ETF純資産残高		ETFの内訳					
		残高	シェア	国内株式	海外株式	国内債券	海外債券	バランス型	コモディティ
1	BGI (iシェアーズ)	254,229	47.4%	114,822 45.2%	88,574 34.8%	45,908 18.1%	134 0.1%	73 0.0%	4,718 1.9%
2	SSgA (スパイダー)	166,281	31.0%	138,735 83.4%	2,266 1.4%	2,505 1.5%	1,083 0.7%	0 0.0%	21,691 13.0%
3	バンガード	45,523	8.5%	27,606 60.6%	13,004 28.6%	2,946 6.5%	1,967 4.3%	0 0.0%	0 0.0%
4	インヴェスコ (パワーシェアーズ)	25,198	4.7%	19,365 76.9%	1,771 7.0%	552 2.2%	88 0.3%	24 0.1%	3,398 13.5%
5	プロシェアーズ	20,511	3.8%	17,827 86.9%	817 4.0%	1,702 8.3%	0 0.0%	0 0.0%	165 0.8%
	その他	24,872	4.6%	11,916 47.9%	6,743 27.1%	93 0.4%	41 0.2%	124 0.5%	5,956 23.9%
	合計	536,613	100.0%	330,271 61.5%	113,175 21.1%	53,706 10.0%	3,314 0.6%	221 0.0%	35,927 6.7%

(注) 1. 純資産残高の単位は百万ドル。
 2. 「ETFの内訳」欄の下段の値は、各運用会社、ないし合計に占める各種ETFの割合を示す。
 (出所) モーニングスター・プリンシピア、およびブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表7 各種ETF市場における2008年運用会社ランキング

株式ETF

国内株式				海外株式			
順位	運用会社	純資産残高	シェア	順位	運用会社	純資産残高	シェア
1	SSgA	138,735	42.0%	1	BGI	88,574	78.3%
2	BGI	114,822	34.8%	2	バンガード	13,004	11.5%
3	バンガード	27,606	8.4%	3	ヴァン・エック	3,084	2.7%
4	インヴェスコ	19,365	5.9%	4	SSgA	2,266	2.0%
5	プロシェアーズ	17,827	5.4%	5	ウィズダム・ツリー	1,954	1.7%
	その他	11,904	3.6%		その他	4,294	3.8%
	合計	330,271	100.0%		合計	113,175	100.0%

債券ETF

国内債券				海外債券			
順位	運用会社	純資産残高	シェア	順位	運用会社	純資産残高	シェア
1	BGI	45,908	85.5%	1	バンガード	1,967	59.4%
2	バンガード	2,946	5.5%	2	SSgA	1,083	32.7%
3	SSgA	2,505	4.7%	3	BGI	134	4.1%
4	プロシェアーズ	1,702	3.2%	4	インヴェスコ	88	2.7%
5	インヴェスコ	552	1.0%	5	ディレクションファンズ	23	0.7%
	その他	93	0.2%	6	クレイモア	19	0.6%
	合計	53,706	100.0%		合計	3,314	100.0%

その他ETF

バランス型				コモディティ			
順位	運用会社	純資産残高	シェア	順位	運用会社	純資産残高	シェア
1	Xシェアーズ	124	56.1%	1	SSgA	21,691	60.4%
2	BGI	73	33.1%	2	BGI	4,718	13.1%
3	インヴェスコ	24	10.9%	3	インヴェスコ	3,398	9.5%
	合計	221	100.0%	4	ヴィクトリア・ベイ・アセット トマネジメント	3,305	9.2%
				5	ライデックス	2,408	6.7%
					その他	0	0.0%

(注) 純資産残高の単位は百万ドル。
 (出所) モーニングスター・プリンシピア、およびブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

(前掲図表 5)⁸。

これに対して、もう一方の大手 ETF 運用会社である SSgA の ETF は、各種市場で上位 5 本以内にランクインする ETF の本数は 4 本と少ない。しかし、特に SPDR トラスト・シリーズと SPDR ゴールド・シェアという二大 ETF が、それぞれ国内株式 ETF 市場・コモディティ ETF 市場で 28.4%・60.4%とかなり大きなシェアを得ており、ETF 全体でも第 1 位・第 3 位に位置している。両 ETF の運用開始時期をみると、やはり 1993 年・2004 年とそれぞれの市場でいち早く設定されていることがわかる。SSgA の場合には、この二つの ETF に大きく依存する形で、ETF 市場におけるシェアを獲得・維持しているといえる。

2) バンガードの戦略

これに対して、米国 ETF 市場への参入を志す他の運用会社の考え方・戦略は、大きく二つに分けることができる。

一つは、低価格戦略である。インデックス・ファンドの運用会社として代表的な存在であるバンガード (Vanguard) は、ETF が登場した当初は、インデックス運用の投資信託との競合の可能性や、投資信託との投資家層の違いなどを踏まえ、ETF 市場への参入に消極的な姿勢を示していたが、市場規模が拡大の兆しを見せ始めつつあった 2001 年より、活発に取引を行う投資家や機関投資家の運用資金を獲得するべく、ETF 市場への参入を本格的に開始した⁹。その際にバンガードが採った戦略は、BGI や SSgA など既存の ETF よりも低水準の経費率を設定するという方法である。例えば、バンガードが 2005 年に運用を開始したバンガード新興国市場 ETF (Vanguard Emerging Markets ETF) の経費率は 0.26%と、同じく新興国の株式市場のパフォーマンスに連動する ETF として BGI が提供している i シェアーズ MSCI エマージング・マーケット・インデックス・ファンド (iShares MSCI Emerging Market Index Fund) の 0.72%の約 3 分の 1 の水準に設定されている。

このバンガードの低価格戦略は、BGI や SSgA のシェアを奪うことにある程度、成功しているといえる¹⁰。実際に、上記のバンガード新興国 ETF は、米国海外株式 ETF ランキングで第 5 位にランクインしている (前掲図表 5)。また、米国 ETF 市場におけるバンガードのシェアも上昇してきており、2005 年の 3.5%から、2008 年には 8.5%へと、ここ 3 年間で 2 倍以上の伸びを示している (図表 8)。

バンガードのこうした低価格戦略を可能としている要因には、自社の強みを活かし

⁸ なお、パークレイズは、2009 年 6 月に i シェアーズの運用事業を含む BGI 全体を米国大手運用会社のブラックロックに売却すると発表した。これについて詳しくは、三宅裕樹「ブラックロックによる BGI の買収」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年夏号 (ウェブサイト版) 参照。

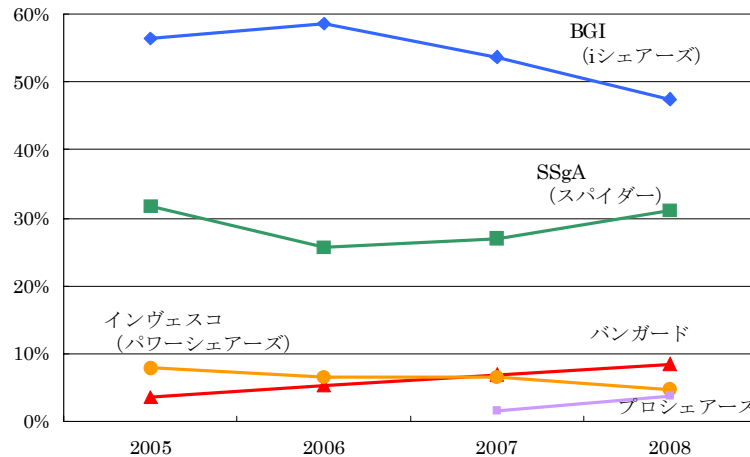
⁹ Rob Wherry, "Investing in Funds: A Quarterly Analysis – To ETF or Not to ETF? For traditional mutual-fund companies, that's the burning question these days," *The Wall Street Journal*, 01/03/2008 参照。

¹⁰ Ian Salisbury, "Investing in Funds: A Quarterly Analysis – A Tale of Two ETF Trends: Prices Rise, as Prices Fall," *The Wall Street Journal*, 10/02/2007、Ian Salisbury, "Vanguard Takes ETF Turf – Growth Comes At the Expense Of Barclays Fund," *The Wall Street Journal*, 08/04/2008 参照。

た ETF の組成方法を指摘することができるものと考えられる¹¹。バンガードは、すでに提供しているインデックス運用の投資信託に別途、ETF シェアクラスを追加する形で新たな ETF の提供を行っている。こうした方法を採用することで、これまで投資信託の運用で培ってきた専門的な能力を ETF にも援用することができ、かつ、ETF の設定・運用に必要な人件費や広告・宣伝費といった固定経費を一定、抑えられることも可能になるものと思われる。

実際、バンガードの ETF の経費率をみると、既存の投資信託とほぼ同じ水準に設定されている。例えば、バンガード・トータル株式ファンド（Vanguard Total Stock Market Index Fund）の場合、投資家が投資信託の購入時に運用会社に支払う手数料はゼロとされており、また保有期間中、年ベースで支払う経費率は、最低投資額が 3,000 ドルに設定されているシェアクラス（Investor Shares）で 0.15%、同 10 万ドルのシェアクラス（Admiral Shares）で 0.07%とされている。これに対して、ETF シェアクラスの場合には、運用会社に支払う手数料はゼロ、年間経費率は 0.07%であり、アドミラル・シェアクラスと同じ水準とされている。バンガードの他の主力インデックス投資信託においても、この状況はほぼ共通している¹²。このことから、バンガードとしては、自社の既存の強みを活かすことによって、他の ETF 運用会社に比した場合には低い水準であるものの、自社としては利益を確保できる価格水準を設定することができ、それを武器に、資金純流入が続く ETF 市場への参入を図っていると評することができる。

図表 8 米国 ETF 市場における大手運用会社のシェアの推移



(出所) モーニングスター・プリンシピア、およびブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

¹¹ 注9 参照資料など参照。

¹² Vanguard Growth Index Fund・Vanguard Emerging Markets Index Fund・Vanguard Total Bond Market Index Fund の目論見書を参照。

3) 新興の運用会社がETF市場に参入する余地

ETF市場への新規参入に際して運用会社が採りうる戦略の第二は、これまでにない新たな商品性を備えたETFを提供するという方法である¹³。バンガードが採る低価格戦略は、すでに述べたとおり、同社が有する高い運用能力に依存するところが大きいものであり、他の運用会社、特に新興の運用会社が同様の戦略を採ることは容易ではない。それゆえ、特に、価格水準や、BGI・SSgAのETFが有する流動性の高さといった面での魅力をすぐには提供できない運用会社の場合には、従来のETFでは満たされなかった投資家の需要に応える商品を組成することで、自身が先駆者となりうる新たな市場分野を開拓して、投資家の資金を引き付けようとしている。具体的には、アセットクラス（債券、コモディティなど）や、市場の範囲（地域や産業セクター）、投資テーマ（環境、社会的責任投資など）といった面で工夫された指数を開発し、それに連動するETFを組成する方法が、これまで多くみられた。さらに、近年では、第三章で紹介するように、より高いリターンへの追及や、退職後の資産形成といった、投資家の多様な運用目的に合わせた運用手法を採るETFも提供され始めている。

確かに、それまでのETFになかった特徴を備え、かつ多くの投資家の需要に応えるETFを提供することに実際に成功している運用会社は限られている。例えば、ノーザン・トラスト（Northern Trust）は、2008年に新たに米国ETF市場に新規参入したものの、投資家からの資金を十分に集めることができなかったとして、2009年1月に同市場からの撤退、ETFの清算を決定した¹⁴。また、Xシェアーズ（X Shares）は、様々な種類のヘルスケアETFを提供することで投資家からの資金の獲得を図ったものの、過度に多様化を進めてしまったために、各ETFの純資産残高が積み上がらなかったとして、ファンドの再編を行っている¹⁵。

しかし、ETF市場に新たな分野を開拓することに成功し、一定のシェアを獲得している運用会社が存在することもまた、事実である。米国ETF市場の運用会社別シェアをみると、BGIとSSgAは、引き続き米国ETF市場において大きな位置づけを占めているとはいえ、合計のシェアは2005年以降、88.1%から78.4%へと約10%ポイント、徐々に低下してきている。これに先述のバンガードのシェアを加えても、91.6%から86.9%と、やはり5%ポイント程度、シェアは減少している。このことは、バンガードと並んで、新たな市場分野の開拓を図る新興運用会社が、ETF市場におけるシェアの獲得に成功していることを示す一つの事例といえよう。また、各ETF市場のファンド・ランキングを振り返ると、6種の中でも歴史が浅く、市場規模も現時点

¹³ 注 10 参照文献、および Muralikumar Anantharaman, “Resurgent rivals to challenge Barclays’ ETF hold,” *Reuters News*, 07/14/2007、Diya Gullapalli, “New ETFs Struggle to Gain Footing - Volatility, Economic Worries Stall Offerings; Hopes for a ‘Second Generation’,” *The Wall Street Journal*, 01/02/2008 参照。

¹⁴ “Northern Trust beats retreat on ETFs,” *Reuters News*, 01/28/2009 参照。

¹⁵ Daisy Maxey, “XShares to Close 15 Health ETFs – Closures Highlight Headlong Growth In Specialty Areas,” *The Wall Street Journal*, 08/25/2008 参照。Xシェアーズは、それまでに提供していた19本のヘルスケアETFのうち、癌ETFや欧州医薬品ETF、診断機器ETFなど15本を清算する一方、代わりにアジア・ヘルスケアETFなどの提供を新たに始めるとしている。

ではほとんど大きくない海外債券 ETF やバランス型 ETF のランキングにおいては、バンガードや、X シェアーズといった大手 2 社以外の運用会社のファンドが首位となっている（前掲図表 5）。ここにも、ETF 市場への新規参入を図る運用会社の取り組みの成果が反映されているものと考えられる。

金融危機下においても資金の純流入が続いた ETF 市場の魅力は決して小さくなく、それゆえ果敢に新規参入を図ろうとする運用会社が存在することは、全く不思議ではない。ETF の場合は、新たなファンドを組成することが一般的に容易で、新規参入に要するコストもそう高くはないとされており、このことが、運用会社の新規参入を後押しする要因となっているものと思われる¹⁶。

III 新規参入を図る運用会社の取り組み

1. レバレッジ ETF の運用を開始したラファティ・アセットマネジメント

1) レバレッジ ETF とは

本章では、特にここ数年、米国 ETF 市場で新たにシェアを獲得しようとする運用会社が提供する ETF の注目事例として、レバレッジ ETF、アクティブ ETF、およびターゲット・デイト ETF について具体的にみていくこととする。

レバレッジ ETF とは、あらかじめ設定される指数のパフォーマンスの数倍に連動するように運用される ETF である。同 ETF は、対象指数のパフォーマンスに連動しているという意味でパッシブ型ファンドに分類されるが、パフォーマンスが対象指数そのもののボラティリティを大きく上回って変動するため、一般的にリスクの高い ETF といえる。

レバレッジ ETF の運用で米国 ETF 市場に 2008 年に新規参入を志したのがラファティ・アセットマネジメント（Rafferty Asset Management）である。同社は、そもそもディレクション・ファンズ（Direxion Funds）というブランド名を通じて、対象指数の数倍のパフォーマンスに連動する投資信託であるレバレッジ投資信託を運用していたが、その ETF 版の提供を 2008 年 11 月より開始した。当初設定された ETF は 8 本であったが、その後、レバレッジ債券 ETF を含め、提供本数は徐々に増やされ、現時点（2009 年 7 月 22 日時点）では合計 22 本が提供されている。

ラファティのレバレッジ ETF では、ある指数と同じ方向のパフォーマンスの実現を目指す ETF（ブル型）と、倍率は同じものの、指数とは逆方向のパフォーマンスを目指す ETF（ベア型）とが併せて提供されている。例えば、ディレクション大型株 3 倍シェアーズ（Direxion Large Cap Bull/Bear 3X Shares）は、米国大型株のイン

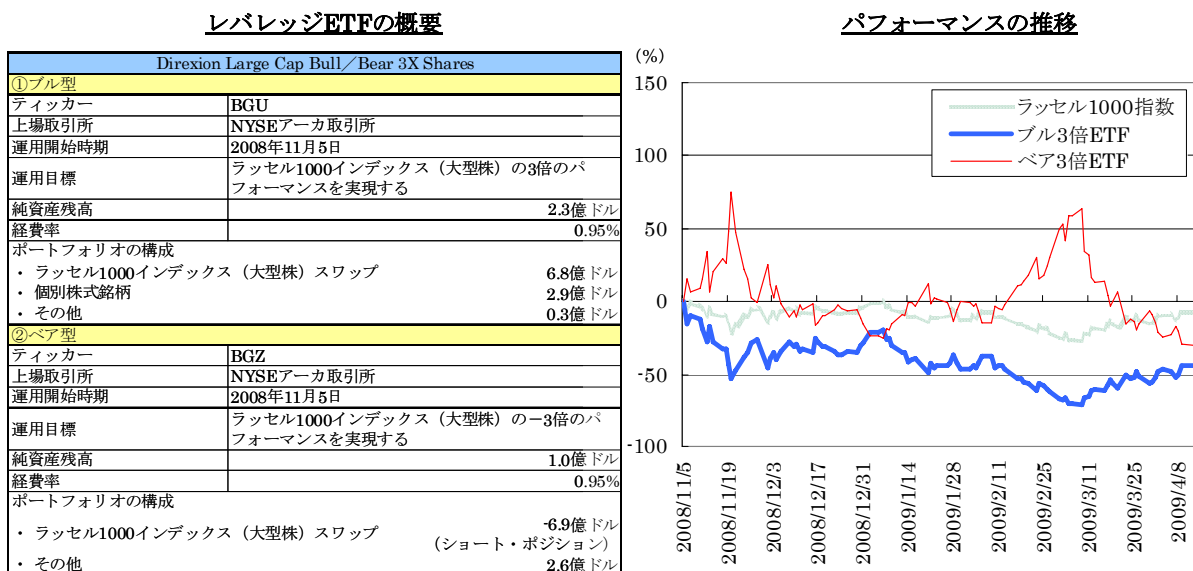
¹⁶ 注 6 に同じ。

デックスであるラッセル 1000 インデックス（大型株）を連動対象としている（図表 9）。ブル型は、ラッセル 1000 インデックスが仮に 6%上昇した場合は、その 3 倍に当たる 18%の、逆に 4%下落した場合には、マイナス 12%のリターンが得られるように運用されている。他方、ベア型は、指数が 6%上昇した場合のリターンが、そのマイナス 3 倍のマイナス 18%に、また指数が 4%下落した場合には、プラス 12%のリターンを実現するように設計されている。

レバレッジ ETF を運用する運用会社は、こうしたパフォーマンスを実現するべく、運用においてデリバティブ商品を活用し、大幅なレバレッジをかけている。上記のレバレッジ ETF の場合、ベア型 ETF では、純資産残高（2.3 億ドル）の約 3 倍にあたる 6.8 億ドルの参照する指数のスワップと、さらに 2.9 億ドルの指数を構成する個別銘柄を、各々ポートフォリオに組み入れ、ネット・ベースでロング・ポジションを取っている。一方、ベア型 ETF のポートフォリオには個別銘柄は全く含まれておらず、純資産残高（1.0 億ドル）の約 7 倍にあたる 6.9 億ドルの指数スワップのショート・ポジションを取っており、その他の保有銘柄を入れたネット・ベースでもショート・ポジションが取られている。

ただし、指数とのパフォーマンスの連動には一定の上限および下限が設けられている。例えば、ディレクション大型株 3 倍シェアーズのベア型の場合、参照指数が 1 日で 35%下落した場合、ETF はそのまま連動すれば 105%のマイナス、すなわち 5%の元本割れとなってしまう。こうした事態が起こらないよう、指数が一定以上変動した場合は、あらかじめ定められた倍率（3 倍ないしマイナス 3 倍）よりもパフォーマンス

図表 9 ディレクション大型株 3 倍シェアーズの概要とパフォーマンスの推移



(注) パフォーマンスは 2009 年 4 月 14 日まで。

(出所) 同 ETF の目論見書、ブルームバーグなどより、野村資本市場研究所作成

スの変動を抑えるよう、運用に際して配慮がなされている。

なお、レバレッジ ETF のパフォーマンスは、日次ベースで指数と連動するように運用されているため、例えば一ヶ月間という単位で見ると、指数と ETF のパフォーマンスが、上の例で言えば3倍ないしマイナス3倍という関係になっているとは限らない点には留意する必要がある。例えば、ディレクション大型株3倍シェアーズ（ブル型）の運用が開始されて以降、ラッセル1000インデックスのパフォーマンスが、1日目はプラス3%、2日目はマイナス5%となったとする。この場合、ブル型ETFは、1日目はプラス9%、2日目はマイナス15%のパフォーマンスを実現するように運用されることとなる。仮に、トラッキング・エラーが発生しなかったとすると、運用開始当初の基準価額を100ドルとすれば、1日目の基準価額は109ドル（ $=100 \text{ドル} \times (1+9\%)$ ）、2日目の基準価額は92.65ドル（ $=109 \text{ドル} \times (1-15\%)$ ）となる。その結果、2日目の終了時点での累積でのパフォーマンスは、インデックスのマイナス2.15%（ $=1 \times 1.03 \times 0.95 - 1$ ）に対して、ブル型ETFはマイナス7.35%（ $=1 \times 1.09 \times 0.85 - 1$ ）となっているのである。

その結果、同じ指数に連動するブル型とベア型の双方とも、指数のパフォーマンスを上回る、あるいは下回るといったことも生じる。ディレクション大型株3倍シェアーズの、運用開始以降の実際のパフォーマンス推移をみると、2009年4月14日時点では、ブル型・ベア型双方ともにインデックスを下回っている。

2) レバレッジETFに対する評価

レバレッジETFは、投資家からの資金流入という点からは、これまでのところ一定の評価を得ているといえる。

ディレクション大型株3倍シェアーズの場合、2008年11月5日より運用が開始されたが、それから約2ヵ月後の同年12月末時点での国内株式ETFの純資産残高ランキングでは、ブル型が411本中116位、ベア型が同165位と、半分より上位にランクインしている。

また、ラファティ以外にも、プロシェアーズ（ProShares）など複数の運用会社がこれまでにレバレッジETFの提供を開始しており、2009年2月時点で106本が運用されている。純資産残高は、合計で460億ドルに達しており、ETF市場全体（4,496億ドル）の約1割を占める存在にまで成長している¹⁷。

レバレッジETFの投資家層は、ハイリスク・ハイリターンというETFの商品性から、短期的な金融取引を通じてリターンの獲得を図ろうとするヘッジファンドや機関投資家などが比較的多いとされる。同ETFを提供する運用会社も、①投資経験が豊富で、かつアグレッシブな取引を行う投資家で、②短期間で多額の損失が発生したとしても、それを許容することができ、③レバレッジETFの独特の特徴やパフォーマ

¹⁷ Jason Zweig, “The Intelligent Investor: How Managing Risk With ETFs Can Backfire,” *The Wall Street Journal*, 02/28/2009 参照。

ンスの動向について十分に理解しており、さらに、④頻繁に自身の投資ポジションを確認・検討し、柔軟に対応することができるといった条件を満たしていることが望ましいとしている¹⁸。

しかしながら、こうした条件を満たさない個人投資家が、ファイナンシャル・アドバイザーに薦められるままに購入し、そのまま長期保有してしまっている事例もあるとされる¹⁹。ラファティは、同社のウェブサイトなどを通じて、「レバレッジ ETF は短期的な金融取引に際してのみ用いられるべき商品である」と言明した上で、投資家教育のページを開設するなどして、レバレッジ ETF のリスクの高さに対して注意を呼びかけている。

2. アクティブ ETF

1) アクティブ ETF とは

レバレッジ ETF と並んで近年、米国 ETF 市場で注目されている新商品としてはアクティブ ETF が挙げられる。1993 年に米国初の ETF が登場してよりこれまで、ETF とは何らかの指数に連動する形でインデックス運用されるファンドとされてきたが、15 年の歴史を経てようやく、参照指数を上回るパフォーマンスの実現を図ってポートフォリオの組み換えが随時行われるアクティブ・ファンドとしての ETF が現れるに至った。

実質的に米国初となるアクティブ ETF は、インヴェスコが 2008 年 4 月 11 日より運用を始めた 4 本の ETF である²⁰。そのうちの一本であるパワーシェアーズ・アクティブ・アルファ Q・ファンド (PowerShares Active AlphaQ Fund) を例として、アクティブ ETF の商品内容をみると、同 ETF は、ナスダック 100 指数を上回るパフォーマンスを実現して、長期的なキャピタル・ゲインを得ることを運用目標としている (図表 10)。これを達成するために、①サブアドバイザー (AER アドバイザーズ社) が、米国で取引されている時価総額 4 億ドル超の企業の株式約 3,000 銘柄について、将来的な成長性や現在の株価水準、資金フローの動向などを踏まえて週次ベースで評価を行い、②その結果を基に、サブアドバイザーが参照指数を上回るパフォーマンスを上げると予想する上位 100 銘柄を抽出した上で、③最終的にはファンド自身が、さらに約 50 銘柄に絞り込んでポートフォリオに組み入れる、という運用過程が経ら

¹⁸ ラファティ・ディレクション・シェアーズのウェブサイト参照。

¹⁹ Ian Salisbury, "Hedging Your Bets? Check Bearish ETFs – Strong-Performing Funds Match Inverse of Indexes; Watching Out for Risks," *The Wall Street Journal*, 01/23/2008, John Spence, "ETFs Aim for a Speedy Ride in Markets – Direxion Portfolios Seek Triple Returns Through Leverage," *The Wall Street Journal*, 05/20/2008 など参照。

²⁰ 2008 年 3 月 18 日に、ベアー・スターンズが、ベアー・スターンズ・カレント・イールド・ファンド (Bear Stearns Current Yield Fund) というアクティブ ETF の運用を開始した。しかし、その直後にベアー・スターンズが JP モルガンに事実上の救済合併を受けることとなったことを受けて、運用業務も一時的に JP モルガンに引き継がれることとなったものの、最終的には年内に清算された。Rob Wherry, "Bear Stearn's Good News: An ETF First – Firm Launches Fund That Does More Than Track," *The Wall Street Journal*, 03/26/2008 など参照。

図表 10 インヴェスコが提供するアクティブ ETF の概要

ファンド名	PowerShares Active AlphaQ Fund	PowerShares Active Alpha Multi-Cap Fund	PowerShares Active Low Duration Fund
ティッカー	PQY	PQZ	PLK
上場取引所	NYSEアーカ取引所	NYSEアーカ取引所	NYSEアーカ取引所
運用開始時期	2008年4月11日	2008年4月11日	2008年4月11日
投資目的	長期的なキャピタル・ゲインの獲得	長期的なキャピタル・ゲインの獲得	長期的なリターン獲得
運用戦略	<ul style="list-style-type: none"> 総資産の95%以上を、株式に投資 銘柄選択の過程は以下の通り。 ①サブアドバイザー（AER）による運用対象候補の選定 <ul style="list-style-type: none"> 対象は、米国で取引される、時価総額が4億ドルを超える企業の株式（約3,000銘柄） 週次ベースで、独自の手法を用いて、株式の格付けを行い、時価総額に基づいて分類する ②サブアドバイザーによる候補の絞り込み <ul style="list-style-type: none"> 上位100銘柄を抽出 ①のうち、ナスダック市場に上場し、かつ他の取引所で取引されていない銘柄 ナスダック100指数のパフォーマンスを上回るリターンの獲得を目標とする ③ファンドによる運用対象の決定 <ul style="list-style-type: none"> ②より約50銘柄を選択 各銘柄の運用比率は同じとする（約2%） 	<ul style="list-style-type: none"> 総資産の95%以上を、株式に投資 銘柄選択の過程は以下の通り。 ①サブアドバイザー（AER）による運用対象候補の選定 <ul style="list-style-type: none"> 対象は、米国で取引される、時価総額が4億ドルを超える企業の株式（約3,000銘柄） 週次ベースで、独自の手法を用いて、株式の格付けを行い、時価総額に基づいて分類する ②サブアドバイザーによる候補の絞り込み <ul style="list-style-type: none"> 上位2,000銘柄を抽出 ①のうち、時価総額の水準にばらつきをもたせて選択 S&P500指数のパフォーマンスを上回るリターンの獲得を目標とする ③ファンドによる運用対象の決定 <ul style="list-style-type: none"> ②より約50銘柄を選択 各銘柄の運用比率は同じとする（約2%） 	<ul style="list-style-type: none"> 総資産の80%以上を、米国財務省証券・社債・エージェンシー債に投資 各種債券の組み入れ比率には、下限ないし上限は設けていない ただし、ハイ・イールド債の組み入れ比率は、最大25%とする ポートフォリオに組み入れる債券の平均償還年限（デュレーション）は、通常3年以内とする 先物やスワップ、CDSといったデリバティブ商品への投資も可能 パークレイズ・キャピタル1-3年物財務省証券指数を上回るリターンの獲得を目指す
運用実績 (運用開始からの累積リターン)	-35.52% (純資産価額ベース) -35.62% (取引価格ベース) (-31.73% (ナスダック100指数))	-46.45% (純資産価額ベース) -46.49% (取引価格ベース) (-30.42% (S&P500指数))	2.95% (純資産価額ベース) 2.71% (取引価格ベース) (3.5% (パークレイズ・キャピタル1-3年物財務省証券指数))
経費率	0.75%	0.75%	0.29%
純資産残高	500万ドル	590万ドル	630万ドル
情報開示	日次ベースでウェブサイト上に開示 (NYSEアーカ取引所の取引終了後)	日次ベースでウェブサイト上に開示 (NYSEアーカ取引所の取引終了後)	日次ベースでウェブサイト上に開示 (NYSEアーカ取引所の取引終了後)
ポートフォリオの内訳	IT: 51.95% 一般消費財: 18.39% ヘルスケア: 11.36% 金融: 6.67% その他: 11.63%	IT: 38.46% エネルギー: 17.46% 素材: 14.87% 金融: 10.56% その他: 18.65%	格 AAA/Aaa格: 92.22% 付 その他: 7.78% 年限 0-1年: 9.72% 1-5年: 88.19% その他: 2.09%

(注) 運用実績や純資産残高、ポートフォリオの内訳は2009年2月末時点の情報。

(出所) 各ETFの目論見書、年次報告書、およびインヴェスコのウェブサイトより、野村資本市場研究所作成

れている。なお、組入比率は、銘柄間で差は付けられず、基本的に全て同じ、すなわち総資産の約2%とされる。組入銘柄についての情報は、インデックスETFと同じく、日次ベースで公表されている。

2) アクティブETFに対する評価と課題

アクティブETFに対する評価は、現時点では大きく分かれている。

肯定的な評価としては、ポートフォリオの組入銘柄の変更を随時行い、参照指数を上回るパフォーマンスの獲得を図るという、従来のETFとは全く異なる特徴を備えたファンドということで、ETF市場の可能性をさらに広げうるものとする見方がある。例えば、調査会社のFRC (Financial Research Corporation) は、アクティブ運用される投資信託と比べた場合に、低コストといった投資家にとっての利点の存在を根拠として、アクティブETF市場の将来的な拡大を予想している。同社の調査によれば、ファイナンシャル・アドバイザーの48%が、現状ではアクティブ型の投資信託を購入している顧客の資産を今後、アクティブETFに置き換える予定があるとされてい

る²¹。また、米国債券ファンド運用会社大手のピムコ（Pacific Investment Management Co., PIMCO）のように、投資信託の運用で培ったアクティブ運用における専門性をもって、投資家からの資金を ETF 市場においても獲得し、事業の範囲をさらに広げることが図ろうとする運用会社も出てきている²²。

その一方で、アクティブ ETF が抱える、従来の ETF と比べた場合の投資家にとってのデメリット、あるいは同 ETF の課題として、主に以下の 5 点が指摘されている²³。

①アクティブ ETF のパフォーマンスが、将来的に参照指数を上回ることができるかという点について、投資家からの信頼が確立していない。これは、アクティブ ETF の歴史が浅く、実際のパフォーマンスの推移を指数と比較して分析することができないことや、指数を上回るパフォーマンスを獲得するための戦略が投資家の側からみてわかりやすく示されているわけでは必ずしもないことなどに拠るものである。

②アクティブ ETF というファンドの内容や、ポートフォリオの構成が、投資家にとってはわかりにくい。後者についていえば、組み入れられている個別銘柄は日次ベースで公表されているものの、例えばセクター別や格付け別のポートフォリオの構成比率についての情報の更新頻度はそれほど高くない。また、アクティブ運用という商品の特性上、ポートフォリオの構成を直感的にイメージすることが難しい。

③確かに、アクティブ運用の投資信託と比べた場合、経費率は平均的に抑えられているといえるが、従来のインデックス ETF に比すれば、経費率はやはり相対的に高い。2009 年 2 月末時点のアクティブ ETF の平均経費率は 0.64% で、パッシブ運用の株式投資信託の 0.78%（国内）・0.86%（海外）などと比べれば低いものの、ETF 全体の平均経費率 0.31% と比べれば、約 2 倍の水準にある（図表 11）。

④投資家にとっての ETF 保有の利点の一つとして、税制面でのメリットが挙げられるが、アクティブ ETF においてはその効果が減じられる可能性がある。一般に ETF の税制面のメリットは、インデックス運用が基本とされていることや、投資家から ETF の解約が請求された場合には、現金ではなく有価証券の現物そのものが譲渡されることから、ポートフォリオに含まれる有価証券の売却によるキャピタル・ゲインの発生が最小限にとどめられるため、それへの課税も抑えられるとされている。しかし、アクティブ ETF の場合には、ポートフォリオの組み換えが適宜行われることから、キャピタル・ゲインが発生する機会も増えるため、その分、税効果も薄まってしまうと考えられる。

²¹ “FRC Finds Active ETFs A Threat To Funds,” *fund action*, 04/09/2009 参照（FRC レポート（“Actively Managed Exchange-Traded Funds: Competitive Threat or Passing Fad?”）の紹介記事）。

²² Ian Salisbury, “Investing in Funds: A Quarterly Analysis –Pimco is latest traditional fund firm to answer ‘yes’ to the big question: To ETF or not to ETF?,” *The Wall Street Journal*, 10/02/2008 参照。

²³ Ian Salisbury, “Active ETFs to Come With Trade-Offs – Low Costs, Tax Efficiency May Be Hard to Maintain In Move Beyond Indexes,” *The Wall Street Journal*, 02/07/2008、David Hoffman, “Active ETFs are, well, less active: Dynamics of trading structure translate into little active management of funds,” *Pensions & Investments*, 04/28/2008、Ian Salisbury, “‘Active’ ETFs Get a Passive Response,” *The Wall Street Journal*, 05/22/2008 など参照。

図表 11 各種米国 ETF・投資信託の平均経費率

ファンドの種類	平均経費率	ファンドの種類	平均経費率
ETF		債券	0.20%
アクティブ	0.64%	コモディティ	0.55%
株式市場全体 (Broad Market)	0.17%	通貨	0.43%
株式グロース型	0.20%	株式ETF全体	0.32%
株式バリュー型	0.21%	債券ETF全体	0.25%
大型株式	0.12%	ETF全体	0.31%
中型株式	0.22%	オープン・エンド型投資信託	
小型株式	0.20%	パッシブ・国内株式	0.78%
セクター	0.34%	パッシブ・海外株式	0.86%
海外株式	0.50%	パッシブ・債券	0.34%
インヴァース	0.95%	アクティブ・国内株式	1.41%
レバレッジETF (ブル型)	0.95%	アクティブ・海外株式	1.56%
レバレッジETF (ベア型)	0.95%	アクティブ・債券	1.06%
カスタム	0.46%		

(注) 2009年2月末時点。

(出所) Barclays Global Investors, *ETF Landscape*, March 2009

⑤現時点で提供されているアクティブ ETF は、「アクティブ」運用が行われるとされつつも、実際にはポートフォリオの運用に制約が課せられており、リターン獲得の機会が損なわれている。例えば、先述のパワーシェアーズ・アクティブ・アルファ Q・ファンドの場合、ポートフォリオの見直しは週に一度のペースで行われるとされている。しかも、実際に投資が行われる銘柄の組み入れ比率は、たとえ高いリターンを得られる可能性が高いと予想されたとしても、他の銘柄と同じく約 2%とあらかじめ定められている。

2009年4月16日時点までの状況を見ると、インヴェスコが提供する5本のアクティブ ETF の純資産残高は180万ドル～630万ドルの範囲にとどまっている。前節でみたレバレッジ ETF と比べても、少なくとも現時点では投資家からの資金を多く集めているという状況にあるとはいえない。

なお、運用開始から2008年末までの累積パフォーマンスは、例えばパワーシェアーズ・アクティブ・アルファ Q・ファンドでは、参照指数のマイナス 31.73%に対して、マイナス 35.52% (純資産価額ベース) となるなど、5本中3本で下回っている一方、パワーシェアーズ・アクティブ米国不動産ファンド (PowerShares Active U.S. Real Estate Fund) では、参照指数の 12.63%に対して、52.33%と大きく上回っている。

3. ターゲット・デイト ETF

この他、退職後の生活資金源を確保する目的で運用を行う個人投資家からの需要に応える ETF として近年、登場したのが、ターゲット・デイト ETF である。

そもそも、ターゲット・デイト・ファンドとは、運用目標時点 (ターゲット・デイト) とされるある特定の将来時点に向かって、アセットクラス別のポートフォリオの構成を自

動的に変更していく投資信託のことである²⁴。一般的に、投資期間が長い場合、ある程度リスクの高い金融商品に投資してでも、高いリターンを獲得を追求すること、逆に投資期間が短い場合には、安全性を重視して、リスクの低い金融商品に投資することが経済合理的とされる。この基本的な考え方に基づいて、ターゲット・デイト・ファンドの運用においては、運用開始当初のポートフォリオの構成では株式の比率が高く設定されており、運用期間を経るにつれ、徐々に同比率を低め、債券、あるいは現金の比率を高めていくように、自動的な調整がなされる。

X シェアーズは、その ETF 版であるターゲット・デイト ETF の運用を、2007 年より開始した。同社は、運用目標時点を直近・2010 年・2020 年・2030 年・2040 年とする 5 種類の ETF を、TDX インディペンデンス・ファンド (TDX Independence Funds) というブランドで設定しており、ザックス・インベストメント・リサーチ社 (Zacks Investment Research) という外部の指数提供会社の算出する指数に連動する形で、国内株式・海外株式・債券の三つのアセット・クラスでの分散投資を行っている。5 種類の ETF は、それぞれ運用目標時点でのポートフォリオの 10% を株式、残りを債券などに配分することとしているが、残存期間が異なるため、現時点でのポートフォリオの構成は大きく異なる。例えば、TDX インディペンデンス 2010 年ファンドのポートフォリオにおいては、株式が 17.88%、債券が 80.59% を各々占めているのに対して、同 2040 年ファンドでは、株式 93.24%、債券 5.17% となっている (2009 年 4 月 21 日時点)。

X シェアーズがターゲット・デイト ETF の運用を開始した背景には、それまで、複数のアセットクラスで分散投資を行う ETF、すなわちバランス型 ETF がほとんど提供されていなかったことに加えて、米国投資信託市場における有力な販売チャネルの一つである確定拠出年金制度を通じて ETF を提供することで、多くの投資資金を獲得できる可能性があるとの考えがあるものと思われる²⁵。投資信託市場の販売チャネル別の資金純流入の動向をみると、2000 年代前半までは銀行や証券会社を通じた販売、あるいは運用会社による直販からの流入額が大きかったが、2005 年以降は、確定拠出年金制度が含まれるインスティテューショナル (Institutional) の部分での流入が最も大きくなっており、2008 年においては、唯一資金が純流入した販売チャネルとなった²⁶。しかしながら、これまでのところ、例えば企業が提供する確定拠出年金制度 (401(k)) などで提供される年金プランへの ETF の追加は、企業の運営上のコスト、あるいはバックオフィスにおけるレコードキープ上の観点から、あまり積極的には行われてこなかった。X シェアーズは、確定拠出年金制度を通じた販売で人気を得ているターゲット・デイト・ファンドと同じ運用方針を採ることで²⁷、年金プランにおいて同社の ETF で取り扱ってくれる企業をより多く

²⁴ ターゲット・デイト・ファンドについて詳しくは、長島亮「米国で急拡大を遂げるライフサイクルファンド」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2006 年夏号参照。

²⁵ John Spence, "ETFs Make a Play For 401(k) Market - BGI Is Latest to Offer Target-Date Funds," *The Wall Street Journal*, 11/19/2008 参照。

²⁶ ICI 資料参照。

²⁷ ターゲット・デイト・ファンドの純資産残高は、2000 年の 90 億ドルから、2008 年第 3 四半期末時点には 1,870 億ドルと、約 21 倍に増加している。そして、同ファンドの 88% は、確定拠出年金制度を通じて保有されている。ICI 資料参照。

獲得し、そこで多くの投資家の運用資金を獲得できる可能性があるともみているものと推察される²⁸。

ターゲット・デイト ETF の運用は、X シェアーズに続き、BGI も 2008 年より開始している²⁹。また、新興運用会社であるフォーカス・シェアーズ (FocusShares) は、安全性を重視して、ポートフォリオの 50% (運用目標時点) を米国割引国債に充てることで、元本の少なくとも半分をほぼ確実に確保することを目指す運用を行うターゲット・デイト ETF の運用を計画しており、現在、米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) に申請を行っている³⁰。

IV 終わりに

本稿では、金融危機下においても引き続き投資家からの資金を集めてきた米国 ETF 市場の現状と、その中で事業機会を見出そうと新たな ETF の創造に取り組む運用会社の動きについてみてきた。すでに株式や債券といった、運用対象の中心的存在である伝統的なアセットクラスを対象とする ETF が提供されており、多くの投資家から安定的に支持されるファンドが提供されている状況において、それらを運用する大手運用会社からシェアを獲得することは中々難しいものと推察される。とはいえ、金融危機の影響が实体经济にまで波及しつつある中において、成長が期待される数少ない市場として注目されている ETF 市場の魅力は、運用会社にとって決して小さくないものと思われる。それゆえに、新規に参入を図ろうとする運用会社が断続的に現れてきている。

そして、彼らによる様々な試行錯誤の中から、例えば本稿でみたレバレッジ ETF やアクティブ ETF、あるいはターゲット・デイト ETF のように、投資家の需要に現に応える、あるいは今後その可能性が期待されている ETF が新たに登場してきている。このことが ETF をよりいっそう多様なものとし、金融危機の渦中においても ETF 市場への投資家の資金流入を促す大きな要因となったものと評価できよう。

今後、新規参入を図る運用会社による創造的な取り組みが、どのように ETF 市場の様相を変えていくこととなるのか、引き続き注目される。

²⁸ なお、X シェアーズの TDX インディペンデンス・ファンドは、「最も創造的な ETF (“Most Innovative ETF Product Award for the Americas”)」として 2008 年 4 月に表彰されている。X シェアーズのプレスリリース参照。

²⁹ Ian Salisbury, “Barclays Plans to Introduce Family of Target-Date ETFs,” *The Wall Street Journal*, 07/23/2008 参照。

³⁰ 同ファンド資料、および“Target-Date ETFs Proliferate,” *fund action*, 03/16/2009 参照。