

ETF 市場の更なる拡大を牽引するアクティブ型 ETF

星 隆祐

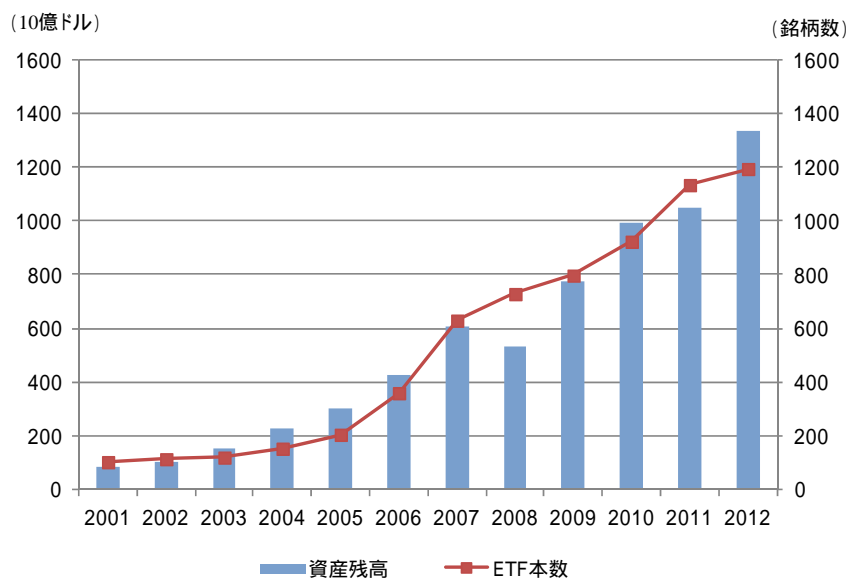
■ 要 約 ■

1. 米国 ETF 市場の運用残高は、2008 年の金融危機の際に一時的に減少したことを除けば拡大を続けている。2012 年の年間資金流入額も過去最高となり、年末の運用残高は 1 兆 3,000 億ドルを突破した。
2. ETF が人気を集めている背景には、運用手数料の低下の動きと売買取引手数料を無料化する動きが挙げられる。また、今後のトレンドになるかもしれない動きとして、アクティブ型 ETF への関心が高まっていることを指摘できる。
3. 米国 ETF 市場は、これまでパッシブ型 ETF が中心であったが、ピムコのトータル・リターン ETF が発売されたことをきっかけに、アクティブ型 ETF への注目度が高まっている。トータル・リターン ETF が人気を集めた理由としては、ETF の特徴でもあるミューチュアルファンドに対して運用手数料が安く、また、日中の取引が可能というメリットが挙げられるほか、債券 ETF の特徴でもある分散投資がされており、且つ、パフォーマンスが良かったことが挙げられる。
4. 今後も、①機関投資家の間でアクティブ型 ETF の利用が拡大する、②ミューチュアルファンド運用会社の ETF 市場への新規参入、という理由によってアクティブ型 ETF 市場の拡大が見込まれる。
5. アクティブ型 ETF 市場への期待が高まりつつある中で、ETF 主要プレーヤーは戦略的な行動を取り始めているように思われる。各社の戦略によっては、ETF 業界の競争環境、各社の ETF 市場におけるシェアに、今後変化が生じてくることもあり得るであろう。

はじめに

米国 ETF 市場の運用残高は、2008 年の金融危機の際に一時的に減少したことを除けば拡大を続けており、2009 年以降は毎年、過去最高を塗り替えている（図表 1）。2012 年には、年間資金流入額も過去最高となり、運用残高は 1 兆 3,000 億ドルを突破した。また、ETF の本数は、2000 年代を通じて増加傾向を辿っており、足許、運用停止の動きが広がりにつつも、2012 年末には過去最高を更新している。

図表 1 米国における ETF 資産残高と ETF 本数



(出所) ICI 資料より、野村資本市場研究所作成

ETF 市場の拡大要因

ETF が人気を集めている背景には、幾つかの要因がある。第一は、運用手数料の低下の動きである。ETF は元々、ミューチュアルファンドに比べて運用手数料の低い商品として個人投資家や機関投資家の間で注目されてきたが、この数年、運用会社のなかに、運用手数料を引き下げる動きが広がってきた。2012 年以降の主要運用会社の動向に限ってみても、バンガードが 2 月に 6 本、4 月に 13 本、5 月に 2 本と立て続けに運用手数料を引き下げたほか、チャールズ・シュワブが 9 月に初めて 15 本の運用手数料を引き下げている。また、10 月にはブラックロックが 6 本の ETF について、12 月にはバンガードが別の 22 本の ETF について、それぞれ運用手数料を引き下げている。

更に最近では、インデックス運用に利用するインデックス（指数）を見直す動きも散見され始めている。従来から、中小規模の運用会社の間には、利用手数料の高い主要インデックスを避ける動きはあったが、ここに来て、インデックスの見直しを進める大手運用会社が現れてきた。例えば、2012 年 10 月 2 日にバンガードが MSCI のインデックスから FTSE のインデックスへ切り替えることを発表しているほか、インデックスを変更する動きが継続するとの指摘が聞かれている¹。運用手数料を巡る競争が進むなか、運用会社は競争に生き残るために、コスト削減を徹底し始めているように窺える。

第二に、2009 年にチャールズ・シュワブによって売買手数料の無料化 ETF が初めて導入されて以降、ディストリビューションを担う証券会社などの間で、売買取引手数料を無料化する動きが拡大しつつある。言うまでもなく、売買手数料の無料化は投資家にとって

¹ “Vanguard Drops MSCI Benchmarks for 22 Index Funds”, *The Wall Street Journal*, Oct. 2, 2012 を参照。

は、ETF 投資の魅力を高めるものである。2013 年 2 月 7 日には、チャールズ・シュワブが従来 15 本であった取引手数料無料 ETF を 105 本に拡大、3 月 13 日にはフィデリティが 31 本から 66 本に拡大するなど、取引手数料無料 ETF の本数を巡る競争も始まっている。しかも、両社は、競合他社が運用する ETF の取引手数料を無料にすることを決めている²。いずれにしても、ETF 市場では、運用手数料だけでなく取引手数料にまで手数料削減の動きが拡大しているため、低コスト商品を求める投資家から人気を集めている。

また、今後のトレンドになるかもしれない動きとして、アクティブ型 ETF³への関心が高まっていることを指摘できる。例えば、アクティブ型 ETF の証券取引委員会（以下、SEC）への申請件数が 2012 年以降に大きく増加している。この背景には、後述のピムコによるアクティブ型 ETF の成功のほかに、SEC の姿勢の変化がある。SEC は 2010 年 3 月 25 日以降、デリバティブ取引を使用するアクティブ型 ETF については、原則として承認しない立場をとっていた。しかし、2011 年 8 月にデリバティブ取引に関するコンセプトリリースを公表し、運用会社のデリバティブ取引の使用について調査を行う旨を表明した。同コンセプトリリースに寄せられた複数の意見をもとに検証したところ、ETF 運用担当者がデリバティブ取引の活用を通じてパフォーマンスの向上を目指し、適切にリスク管理がされていることが判明した。このため、2012 年 12 月 6 日に、ETF 等のファンドによるデリバティブ取引の使用に関し規制緩和の方向に切り替え、アクティブ型 ETF を承認する方針に転換した⁴。こうしたなか、アクティブ型 ETF へ参入する動きが散見され始めているのである。

ピムコ・トータル・リターン ETF の成功

1 . ピムコ・トータル・リターン ETF の概要

米国 ETF 市場は、これまでパッシブ型 ETF が中心であったが、ピムコのトータル・リターン ETF が発売されたことをきっかけに、アクティブ型 ETF への注目が急速に高まっている。この ETF は、ピムコの旗艦ファンド、且つ、米国最大の投資信託でもある

² これまでチャールズ・シュワブは、自社が運用する 15 本の ETF を取引手数料無料としていたが、今回ステート・ストリート・SPDR・ETFs、グッゲンハイム・インベストメンツ、パワーシェアーズ、ETF セキュリティーズ、ユナイテッド・ステーツ・コモディティ・ファンズ等、他社 ETF を無料対象とした。フィデリティは、これまで iShares の 30 本の ETF と自社 ETF1 本を取引手数料無料としてきたが、今後は、65 本の iShares を無料とする（自社 ETF は従来通り）。

³ アクティブ型 ETF は特定のインデックスに連動する運用ではなく、インデックス（ベンチマーク）のリターンを超える収益を積極的に追求する。運用担当者の判断によって銘柄の入れ替えを行うことができるため、アクティブ型 ETF が保有する銘柄は日々開示される。

⁴ “Make Way for Active ETFs”, *The Wall Street Journal*, Dec. 28, 2012 による。

「トータル・リターン・ファンド⁵」をアクティブ型 ETF に作り変えたものであり、2012年2月29日に販売開始となった。同ETFの資産残高は、発売から1年弱の2012年末時点で既に38億ドルに達しており、アクティブ型ETFとして最大規模を誇っている⁶。また、パッシブ型ETFを含めたETF市場全体で見ても、2012年の資金流入額は10位となっており、高い人気を集めていることが確認できる⁷。

トータル・リターンETFは、トータル・リターン・ファンドと同様に、債券王として名高いビル・グロス氏がポートフォリオ・マネジャーとなり、「トータル・リターン戦略」を用いて運用される。トータル・リターン戦略とは、債券の利回り（インカムゲイン）と値上がり（キャピタルゲイン）の両方のリターンを最大限に追求する運用である。これらファンドは、トータル・リターン戦略によって、パークレイズ米国債券総合インデックスを安定的に上回る投資成果を目指している。

トータル・リターンETFは米国の投資適格債券を中心に投資する⁸。運用手数料は0.55%であり、保有銘柄の開示は日々行われている。2012年12月までは、ETF内でのオプション取引、先物取引、スワップ取引は行わないとしていたが、SECがアクティブ型ETF内でのデリバティブ取引に関して規制緩和を行ったことから、今後はデリバティブ取引を活用していく方針にある。なお、当初のティッカーコードは（TRXT）であったが、債券に投資を行うファンドであること、また、覚え易さという観点から、2012年4月4日にBONDに変更されている。

2. 人気を集めた要因

トータル・リターンETFも含め、債券型のETFもエクイティ型のETFと同様に、ミューチュアルファンドに比べて運用手数料が安く、また、日中の取引が可能というメリットを有する⁹。トータル・リターンETFが人気を集めた要因には、債券型ETFのこうした利点のほかにも、外国債券や格付けの違う債券等を組入れており、分散投資がされていること、また、パフォーマンスが良かったことが挙げられる（図表2）。2012年3月から10月末までのパフォーマンスをみると、トータル・リターン・ファンドが6.6%であったのに対して、トータル・リターンETFは11.9%であった。モーニングスターは、同ETFのパフォーマンスが相対的に良好であった理由として、ビル・グロス氏の銘柄選択が奏功したこと、及び、運用開始当時のトータル・リターンETFの組入銘柄数が相対的に

⁵ トータル・リターン・ファンドは1987年5月11日に販売開始され、その後次々とシェアクラスが追加され、現在はファンド内にインスティチュショナル・クラス、クラスP、アドミニストレーティブ・クラス、クラスD、クラスA、クラスB、クラスC、クラスRの8種類のシェアクラスが存在する。シェアクラスの種類によって運用手数料や最低投資金額が異なっている。ファンドの運用に関しては、米国の投資適格債券を中心に投資をする他、シングルB格以上のハイイールド債券は10%、米国以外の諸外国は30%、新興国は15%を上限に投資することができる。

⁶ 2013年2月末時点では、ETF市場全体で71位。ETF databaseを参照（<http://www.indexuniverse.com/data/data.html>）。

⁷ Index Universeのデータによる（<http://www.indexuniverse.com/data/etf-fund-flows-tool.html>）。

⁸ 海外投資も可能である。

⁹ トータル・リターン・ファンドのシェアクラスのうち、インスティチュショナル・クラスの運用手数料はミューチュアルファンドよりも低く設定されている。

図表 2 トータル・リターン ETF とトータル・リターン・ファンドの比較

概要

	ETF	ミューチュアルファンド							
	BOND	Inst Class	Class P	Admin Class	Class D	Class A	Class B	Class C	Class R
設定日	2012/2/29	1987/5/11	1987/5/11	2008/4/30	1994/9/8	1998/4/8	1997/1/13	1997/1/13	2002/12/31
最低投資金額(ドル)	特になし	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000	1,000	買付不可	1,000	特になし
年間運用手数料(%)	0.55	0.46	0.56	0.71	0.75	0.85	1.60	1.60	1.10

(注) Inst Class はインスティテューショナル・クラス。Admin Class はアドミニストレティブ・クラス。Class B は 2009 年 11 月 1 日以降に新規買付停止となっている。

アセット・アロケーション

	ETF (BOND)	ミューチュアルファンド
政府系債券	18	24
モーゲージ債券	37	41
投資適格債券	6	12
ハイールド債券	4	2
先進国債券(米国外)	11	12
新興国債券	1	6
地方債券	10	4
その他	4	2
現金同等物	9	-3

(注) 数字は全て%。2012 年 12 月末時点。

(出所) PIMCO 資料より野村資本市場研究所作成

少なかったことを挙げている。トータル・リターン・ファンドの保有銘柄数が約 20,000¹⁰ であるのに対して、同 ETF の保有銘柄数は、資産残高が少ないために、約 1,000 銘柄弱となっている。銘柄数が少ないがゆえに、ポートフォリオの入れ替えを行う際に短期間で銘柄の入れ替えを行うことができ、且つ、投資対象銘柄の残高が小さくても投資できた結果、パフォーマンスの向上に繋がったと考えられる¹¹。

一層の拡大が予想されるアクティブ型 ETF

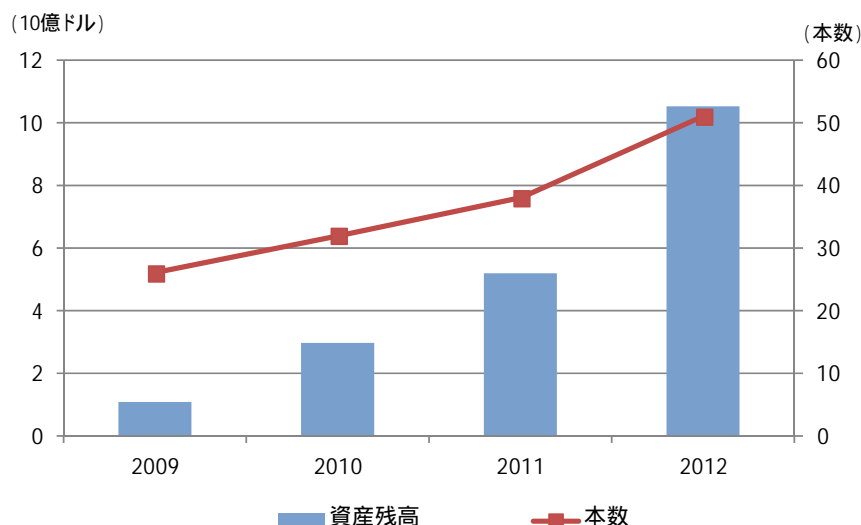
ピムコのトータル・リターン ETF の成功によってアクティブ型 ETF への関心は高まっているが、今後も以下の要因によって市場の拡大が続く可能性がある(図表 3)。

第一に、機関投資家の間でアクティブ型 ETF の利用が拡大すると考えられる。ここ数年、ETF の運用手数料の安さと流動性の高さが評価され、機関投資家の間で ETF の利用が拡大してきた。アクティブ型 ETF も他の ETF と同様に、ミューチュアルファンドよりも手数料が安く設定されているほか、日中に売買することが可能であるため、ミューチュアルファンドを保有している機関投資家がアクティブ型 ETF へ切り替えると見込まれている。

¹⁰ 保有銘柄には、クレジット・デフォルト・スワップ取引等のデリバティブポジションも含まれる。

¹¹ “X-Ray: Pimco Total Return ETF”, *Money*, March 2013 を参照。

図表3 アクティブ型ETFの資産残高と上場本数



(出所) Life Health PRO より野村資本市場研究所作成

第二に、ミューチュアルファンド運用会社によるETF市場への新規参入が挙げられる。2012年末時点で、大手運用会社であるTロウ・プライスやフランクリン・テンプレトンがアクティブ型ETFの販売をSECに申請している¹²。更に、フィデリティも12月にアクティブ型ETFの申請をSECに提出しており、既に、アクティブ型の債券ETFが発売されるという報道も聞かれている¹³。

また、ETF業界の最大手であるブラックロックのiシェアーズも、2月6日にアクティブ型ETFの申請をSECに提出したと報道されている¹⁴。同社は、1月時点では、アクティブ型ETF市場への参入に関しては様子を見る方針であった。しかし、短期間に戦略を変更し、アクティブ型ETF市場への参入を目指すことにしたのである¹⁵。ETFの手数料が繰り返し削減され、シェアの獲得が運用会社の生命線となる中で、アクティブ型ETFへの参入が遅れることがシェア低下につながりかねないと判断したものだと考えられる。

このように、アクティブ型ETF市場は大手運用会社の新規参入や規制緩和の影響によって市場の拡大が見込まれる。アクティブ型ミューチュアルファンドの市場規模(2012年末時点で約1兆4,500億ドル¹⁶)に比べて、アクティブ型ETFの市場規模(同105億ドル)がかなり小さいことを踏まえ、今後の成長可能性は高いという見方¹⁷やアクティブ型ETFの資産残高が2020年に5,000億ドルに達するとの声も挙がっている¹⁸。市場拡大と共

¹² Tロウ・プライスは1月14日にSECから承認されている。

¹³ “Fidelity Launches Active ETFs”, *Financial Planning*, Feb. 21, 2013 を参照。

¹⁴ “iShares Plans Active Bond ETF”, *Index Universe*, Feb. 6, 2013 を参照。

¹⁵ “McKinsey: Active ETFs on the way to \$500 billion”, *Pension & Investment*, Jan.30, 2013

¹⁶ “Largest pension fund considers dumping active management”, *Investment News*, Mar. 19, 2013 を参照。

¹⁷ “Cerulli: Actively managed ETFs top \$10B in 2012”, *Life Health PRO*, Mar. 5, 2013, “Make Way for Active ETFs”, *The Wall Street Journal*, Dec. 28, 2012 による。

¹⁸ “Active ETFs on the way to \$500 billion”, *Investment News*, Jan. 29, 2013 を参照。

に、商品ラインナップの多様化も進むと考えられる。商品ラインナップの充実は、投資家のミューチュアルファンドから ETF への切り替えを促すと考えられ、機関投資家の間でのアクティブ型 ETF 保有の拡大、RIA（登録投資アドバイザー）等の中で広がるフィー型口座内での ETF 保有の拡大にも繋がると思われる。手数料の安さや流動性の高さによって ETF 市場自体が資産残高を伸ばしているが、アクティブ型 ETF が米国 ETF 市場の残高を更に牽引していく可能性もある。

今後の注目点

アクティブ型 ETF 市場への期待が高まりつつある中で、主要プレーヤーの ETF 戦略にも変化が生じつつあるように思われる。前述の通り、チャールズ・シュワブは取引手数料無料の ETF を大幅に増加させ、フィデリティは同業他社（iShares）の ETF の無料化を積極化させている。こうした一連の動きは、各社が得意分野を活かしながら ETF 市場におけるシェア獲得を目指しているものとして理解できる。

第一に、チャールズ・シュワブは、取引手数料無料 ETF の本数を拡大したことで、取り扱い本数業界トップの座を奪回している¹⁹。業界トップの座を得ることで、順調に預かり資産を伸ばしている RIA 部門や米国を代表するオンライン・ディスカウント証券部門の双方のチャンネルにとって、効果的な宣伝になるという判断があったものと考えられる。

第二に、フィデリティはアクティブ型 ETF に本格的に参入することを目指していると思われる。フィデリティは元々、ミューチュアルファンド業界におけるアクティブ型運用の先駆者であった。今般の iシェアーズとの連携強化によって、パッシブ型 ETF に関しては iシェアーズを活用し、自社が得意とするアクティブ型運用を ETF 業界で展開していくのではないかとと思われる。

第三に、ブラックロックは、フィデリティがパッシブ型 ETF ではなく、アクティブ型 ETF への参入を行うと判断したため、フィデリティとの関係を強化したのではないかとと思われる。ブラックロックは現状、アクティブ型 ETF の申請を SEC に提出しているが、機関投資家からの資産純増に苦しんでいるため、パッシブ型 ETF の運用残高が減少することを警戒している。アクティブ型 ETF 業界への参入準備をする一方で、パッシブ型 ETF の残高を守ろうとしているのではないかとと思われる。

このように、ETF 主要プレーヤーは、ETF 市場の拡大が進むなかで、戦略的な行動を取り始めているように思われる。各社の戦略によっては、ETF 業界の競争環境、各社の ETF 市場におけるシェアに、今後変化が生じてくることもあり得るであろう。

¹⁹ これまでは、TD アメリトレードの 101 本が業界トップであった。