拡充をつづける世界の ETF (その現況と成長の背景、今後の展開)

平成 29 年 1 月 24 日 杉田浩治 (日本証券経済研究所)

拡充をつづける世界の ETF (その現況と成長の背景、今後の展開) (要約)

世界の ETF 残高は 16 年 11 月末現在で 3 兆 2,870 億ドル、ファンド数は 4,791 本となり、過去 10 年間に残高は 6 倍、ファンド数は 7 倍に増加した。地域別では米国が残高の7 割を占め、商品種類別では各国の総合株価指数連動型が主流である。売買回転率は近年500%台で推移し、株式の 3 倍程度となっている。

ETF が急成長した要因としては、(1)投資家のコスト意識・パッシブ志向の高まり、(2)品揃えの充実、(3)証券ビジネスの「コミッションからフィー」への転換、(4)米国では税のメリットもあることが挙げられる。

従来型ファンドへの影響を見ると、ETF 先進国の米国において、15 年から「従来型ファンドから資金流出・ETF へ資金流入」というパターンになっている。

規制当局は、投資家保護の側面だけでなく金融市場の安定性確保の視点からも ETF への関心を高めてきたが、一時懸念された問題は ETF に限った事柄ではないことの理解が進んでおり、今後は、拡大した ETF が証券市場の価格形成に与える影響の問題を含めて流通市場に関わる事項が焦点となろう。

今後も ETF の成長は継続すると予想され、量的には 21 年に 7 兆ドルを超えると見る 向きがあるほか、スマートベータあるいはファクター投資やアクティブ運用型の拡大が見込まれている。

一方、ETFの拡大をめぐる問題点としては、株式市場の資本配分機能との関係、運用・販売業者の収益性低下と業界の寡占構造をどう考えるかなどが挙げられ、一般個人に積極的に販売する場合にはディスクロージャーの充実も必要であると考えられる。

拡充をつづける世界の ETF

(その現況と成長の背景、今後の展開)

公益財団法人 日本証券経済研究所 特別嘱託調査員 杉田浩治

はじめに

90 年代初頭に生まれた ETF¹は 00 年代に入って急速に拡大し、世界合計の残高は 16 年に 3 兆ドルの大台を突破した。ファンド数は 4,000 本を超え、多種・多様な連動対象指数 が開発されるとともに、アクティブ運用型 ETF も出現するなど質的にも充実が進んでいる。 本稿は、過去 10 年間を中心に世界の ETF の拡充の状況、成長の要因などを、日本との比較を交えながら分析し、今後の展開を考察しようとするものである。

なお、文中の事実認識・意見はすべて私見である。

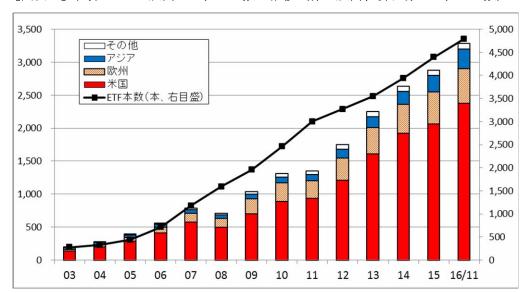
1. 残高は10年間に6倍に拡大

世界の ETF 残高は、図表 1 のように 09 年に 1 兆ドルの大台に乗せた後、13 年に 2 兆ドル、16 年に入って 3 兆ドルを突破、16 年 11 月末現在で 3 兆 2,870 億ドル(ETFGI 調べ)に達している。10 年前の 06 年末と比べると 6 倍に拡大した

またファンド数は、06 年末の 713 本から 16 年 11 月末には 4,791 本へ 7 倍に増加した。 (この結果、1 ファンド当りの規模は 06 年末の 7.9 億ドルから 16 年 11 月に 6.9 億ドルへ若干縮小した)。

残高の地域別内訳は、米国がほぼ 7 割を占める状況は一貫して変わっていない。一方、欧州のシェアは 03 年の 10%から 09 年に 22%へ拡大したが、その後の伸びは鈍く 16 年 11 月末のシェアは 16%となった。また、アジアは 03 年に 17%を占めていたが、 $09\sim10$ 年に 6%に落ち込み、その後回復して 16 年 9 月末には 9%程度となっている。

^{1 1990} 年にトロント証券取引所が開発した「TIPS35 」を ETF の嚆矢とする説が有力である。



[図表1] 世界の ETF 残高とファンド数の推移 (棒が残高、折れ線がファンド数)

[出所] Deutsche Bank "ETF Annual Review & Outlook" 26 January 2016 より作成、 16 年 11 月は ETFGI。残高の単位は十億ドル。

[日本の状況]

日本の ETF 残高 (外国 ETF の上場分は除く、以下同じ) は 06 年末の 4.1 兆円から 16 年 11 月末に 19.3 兆円へ 10 年間に 5 倍に拡大し、ファンド数は 13 本から 155 本へ 12 倍に増加した。残高成長率は世界合計より小さく、ファンド数増加率は世界合計より大きい。

この結果、1ファンド当りの規模は06年末の310億円から16年11月に125億円へ縮小、16年11月末の1本当り規模は世界合計(6.9億ドルを114円で換算して787億円)の6分の1となっている。

2. 商品別では「国内株総合指数連動型」が主流

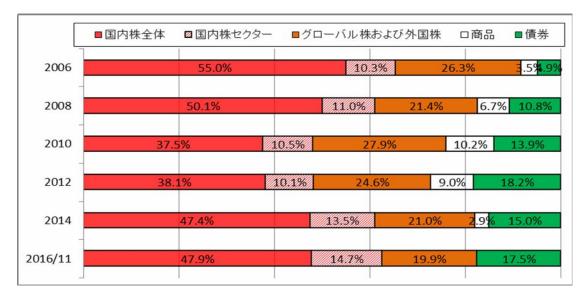
投資対象別の残高内訳の変化を、継続データが得られる米国(世界 ETF 残高の 7 割を占めており世界の動きの近似値とみることができる)について見ると図表 2 のとおりである。

S&P500 など国内株全体を対象とする ETF は、09 年から 12 年にかけて、債券 ETF や、 原油など商品対象の ETF が増加する中でシェアを低下させたが、13 年以降、投資家のパッ シブ運用志向の高まりを受けて再び上昇し、16 年 11 月末現在で全体の 48%を占めている。

一方、グローバル株および外国株対象 ETF は、08年のリーマン・ショック時に大きく残高を減少させ、その後急回復したが、11年以降は他商品の残高が増加する中でシェアは伸び悩み、16年 11月末現在の全体に占める比率は 20%である。

原油など商品対象 ETF は 08 年から 10 年にかけて増大したが、その後は縮小傾向にある。

債券 ETF は 08 年のリーマン・ショック時に急拡大し、以降も拡大傾向にある(ただし、図表 2 にはまだ表れていないが、16 年 11 月の大統領選以降は資金純増が鈍っている)。



[図表 2] 米国 ETF の投資対象別内訳 (残高ベース)

[出所] ICI 統計より作成

[日本の状況]

東京証券取引所発行の「ETF/ETN Annual Report 2016」掲載データ 2 により、連動対象指数別に ETF 残高の内訳を計算すると、15 年 7 月現在、日本株指数が 96.0%、REIT 指数が 2.2%、外国株指数が 0.8%、その他が 1.0%となっている(3 年前の 12 年 7 月は、日本株指数が 95.8%、REIT 指数が 0.8%、外国株指数が 1.8%、その他が 1.6%であったから、この 3 年間は REIT 指数連動型の伸びが大きかった)。

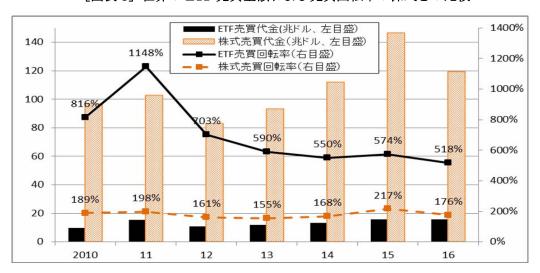
3. 株式の3倍の売買回転率

16 年 12 月 6 日付の英国フィナンシャルタイムズ紙(以下「FT 紙)は、ETF の取引金額の多さを強調して、「世界の上場株式のうち、最も取引量の多い銘柄はアップルで 1 日の売買額は 30 億ドル以上である。しかし世界最大の ETF である SPDR S&P500 の 1 日の売買金額は 140 億ドル以上に達している。そして世界市場における取引金額上位 7 銘柄のうち 5 銘柄は ETF で占められている 3 」と伝えている。

² 全国証券取引所の「ETF 受益者情報調査」の「(表 13) 連動対象のカテゴリー別にみた投資部門別保有純資産総額」

³ FT BIG READ. EXCHANGE TRADED FUNDS "Taking over the markets" Financial Times, December 6, 2016。同記事は 16 年 8 月の売買金額実績に基づいて記述している。

世界全体の ETF 売買動向を長期的に見るため、世界取引所連合 (World Federation of Exchanges) のデータにより、10年以降の世界の ETF の売買金額、残高に対する売買回転率の推移を株式のそれと比べると図表3の通りである(16年は11月までの実績に基づく)。



[図表 3] 世界の ETF 売買金額および売買回転率の株式との比較

[出所]売買代金は ETF・株式とも世界取引所連合 monthly report から各年の合計額 (ETF は total turnover、株式は Electronic order book, Negotiated Deals, Reported Trades の合計)を取った(16 年は 11 月までの実績を年率換算した)。ETF 回転率は各年の売買金額を年平均残高(図表 1 の前年末と当年末 (16 年は 11 月末)の平均)で除した値、株式回転率は各年の売買金額を世界取引所連合発表の前年末と 当年末(16 年は 11 月末)の時価総額の平均で除した値を取った。

図表3からは次の点を指摘できる。

- ①ETF 売買金額は、10年の9.6兆ドルから11年に10兆ドル台に乗せ、16年は15兆ドル程度に増加した。株式売買代金も10年の96兆ドルから16年は120兆ドル程度へ増加したため、ETF 売買金額の株式売買金額に対する割合は10%から15%程度の間で推移し、大きな変化はない。
- ②ETF 売買回転率(年間売買金額/前年末残高と当年末残高の平均値)は 11 年に 1,148% に達したが、以後低下傾向にあり、13 年からは 500%台で推移している。
- ③しかし、ETF 売買回転率を株式売買回転率と比べると、ETF の方がはるかに高く 13 年以降も株式の 3 倍程度で推移している。すなわち ETF は株式より短期売買される傾向が強く、16 年の場合、投資家の平均保有期間は株式の 7 か月程度に対し、ETF は 2 か月程度と計算される。裏返せば、ETF の流動性は非常に高いとも言える。また、ETF の時価総額は株式の 21 分の 1 であるが、売買金額では株式の 8 分の 1 に達していると言い換えることもできる。

なお、世界最大(ETFでは世界第2位)の投信会社である米国バンガード社の創始者ジ

ャック・ボーグル氏によると、米国では「ETF 売買代金は株式の半分に達しており、売買回転率は 880%と株式の 120%の 7 倍」となっている 4 。ただし、バンガード社の投資調査開発部門長のジョエル・ディックソン氏は「当社の ETF 個人顧客の平均保有期間は 3 年程度」と述べており 5 、売買頻度は投資家(ヘッジファンド・年金基金・法人・個人など)によって大きく異なることを窺わせる。

[日本の状況]

東京証券取引所発行の ETF・ETP Annual Report および統計月報により、世界と同様に 10 年以降の ETF の売買金額および残高に対する売買回転率の推移を、東証第 1 部上場株式 と比べると図表 4 の通りである(16 年は 11 月までの実績に基づく)。



[図表 4] 日本の ETF 売買金額と売買回転率の東証第1部上場株式との比較

[出所] 東京証券取引所「ETF・ETP Annual Report」、「統計月報」より作成。16年の売買代金は11月までの実績を年率換算した。回転率は各年の売買金額を、残高または時価総額の前年末と当年末(16年は11月末)の平均で除した値を取った。

図表 4 からは次の点を指摘できる。

① ETF 売買金額は、12年まで4兆円台であったが、12年に対象指数の2倍に動くレバレッジ型および対象指数の反対に動くインバース型が上場されてから急増し、13年に23兆円、14年に33兆円、15年からは60兆円台に乗せた。株式売買代金も10年の350兆円から16年は630兆円程度へ増加したが、ETF売買金額の株式売買金額に対する割合は10年の

⁴ Jack Bogle "Higher ETF Trading activity takes its toll on investor wealth" Financial Times, Dec. 13, 2016、なお、ETF と株式の合計に対しては ETF が 3 分の 1 を占める ("Debate over impact of ETFs intensifies" Financial Times, November 21, 2016) と言い換えることもできる

⁵ "Debate over impact of ETFs intensifies" "Debate over impact of ETFs intensifies" Financial Times, November 21, 2016

1%から 16年に 10%へ拡大した。

- ②ETF の売買回転率 (年間売買金額/前年末残高と当年末残高の平均) は 12 年まで 200% 以下であったが、13 年以降は 300%以上に跳ね上がった (ただし、近年の ETF 売買金額の 多くはレバレッジ型・インバース型で占められており、15 年を例にとると、両者の売買金額が全体の 8 割を占めていた)。
- ② ETF 売買回転率を株式売買回転率と比べると、13年以降は株式の3倍程度になっている。すなわち ETF が株式より短期売買される傾向が強く、16年の場合、投資家の平均保有期間は株式の10か月程度に対し、ETFは3か月程度である。

また、ETF の時価総額(19 兆円)は株式(541 兆円)の 28 分の 1 であるが、売買金額では株式の 10 分の 1 に達していると言い換えることもできる。

④前述の世界全体の ETF 売買回転率(16年は520%程度)と比べると、日本の ETF 売買回転率(16年で350%程度)は低い(株式の売買回転率も日本は16年に110%程度で世界全体の160%程度より低い)。

4. ETF の成長の背景

世界の ETF 残高が、前述のように 10 年間に 6 倍に拡大した要因としては、(1) 投資家 のコスト意識・パッシブ志向の高まり、(2) 品揃えの充実、(3) 証券ビジネスの「コミッションからフィー」への転換、(4) 米国では税のメリットもあることが挙げられる。

(1) 投資家のコスト意識・パッシブ志向の高まり

近年、証券の収益率が低下する中で、米国を中心に投資家のコスト意識が高まり、またアクティブ運用が市場平均に勝てないというメディア報道の影響もあって、高コストのアクティブ運用ファンドから低コストのパッシブ運用型ファンドへの資金移動が続いている。ICI(米国投信協会)が集計した「07 年初からの米国株ファンドの累積資金純増減6」によると、15年末に至る9年間合計でアクティブ運用型からは8,350億ドルの資金が流出し、反対にETFへ7,300億ドル、従来型(非上場)インデックスファンドへ4,250億ドル(すなわち、パッシブ合計で1兆1,550億ドル)の資金が流入した。(16年も9月までにアクティブ運用型から1,730億ドルの資金が流出し、反対にパッシブファンドへ4,190億ドルの資金が流入したと伝えられる7)。

この結果、米国では図表 5 のように、残高ベースでみても株式投信全体に占めるパッシブ運用ファンドの比率 (パッシブ化率) が 15 年末で 35%に高まっている。

⁶ ICI " 2016 Investment Company Fact Book"

⁷ 米国モーニングスター社の集計値として、16 年 11 月 14 日付ペンション&インベストメンツ 誌が報道。



[図表 5] 米国パッシブ株式投信残高と株式投信残高全体に占める割合

[出所] ICI "2016 Investment Company Fact Book"掲載データより計算

以上のような投資家のコスト意識、パッシブ志向の高まりは ETF の大きな成長をもたらした。ファンドの運営コストは、従来型(非上場)のインッデクスファンドもアクティブ 運用型に比べれば安いが、ETF のコストは一層安い。その理由は次の通りである。

ETF のコストはなぜ安いか

理由は二つある。第一にファンドの経費率(日本でいえば信託報酬率)が従来型インデックスファンドにくらべ低いことである。その理由は、(イ)従来型のような販売会社受取報酬がない(顧客の注文を受ける証券会社は株式と同様に顧客から売買委託手数料を収受するだけである)こと、(ロ)設定・解約が現物の拠出・引出しにより行われる現物拠出型 ETF については、従来型(金銭拠出・金銭引出し型)のような証券売買の発注・執行の手間が不要であるため、投信会社・保管銀行の報酬率も低いことにある。

第二に現物拠出型 ETF についてはポートフォリオの組成・取り崩しコストも低い。これは、設定・解約にともなう組み入れ証券売買の必要がない(したがって売買委託手数料が不要で、売買にともなう市場インパクト一買いに行けば市場価格が上がり、売りに行けば市場価格が下がってしまうことによる影響―も発生しない)ことによる。

「日本の状況]

日本では、投資家の意識としてパッシブ運用への志向が高まっているようには感じられない。投資信託協会の株式投信の商品分類別内訳を見ると、16 年 11 月末現在でインデックスファンドが 27.4 兆円(うち ETF が 19.3 兆円)あり、株式投信全体(80.8 兆円)の 34%を占めている8。しかし ETF の割合が高いことは日本銀行による ETF 買い入れ(16 年 11

⁸ 日本ではファンド・オブ・ファンズの残高が 16 年 11 月末現在で 24.1 兆円あり、組入れ対象 ファンドについてインデックス運用している部分がある(金額は不明)ので、これを加味すると

月末現在残高10.7兆円9)の影響が大きいことを示している。

(2) 品揃えの充実

ETF の投資対象は株式・債券・短資・商品・通貨などに広がり、さらに夫々の資産を細分化した ETF が組成されてきた。

たとえば株式についての ETF 組成の切り口について、図表 6 のようなマトリックスが描ける。縦軸(地域別)の国や地域は細分化できるし、横軸(分野別)の「業種・セクター」は数十になり、また「テーマ」も後述のように次々い新しいものが出てくるから、膨大なバリーエーションとなる。

 地域別
 分野別
 全般(たとえばS&P 500、ダウ30種など)
 業種・セクター別
 テーマ別

 国内
 外国

 先進国
 単一国

 地域(欧州・北米など)
 新興国

 単一国
 地域(アジア・南米など)

 グローバル

[図表 6] ETF 組成の切り口(株式の例)

[出所] 筆者作成

上図・横軸の「テーマ」について、最近の米国における新設ファンドの例を見ると、サイバーセキュリティー関連、ソーシャルネットワーク関連、価格支配力のある企業群、3D 印刷関連、ミレニアル世代 (1980~2000 年頃生まれ) の行動習慣から利益を受ける企業群、さらに最近のトレンドである「ダイバーシティ」に注目して「女性役員の比率が高い企業に投資するファンド」(SPDR Gender Diversity ETF、チッカーシンボルは「SHE」)といったものまで出現した。SHE は 16年の新発 ETF の中で第 2位の資金量 2.8億ドル(12月初現在)を集めた10。また米国では 16年 6月には「ビットコイン価格に連動する ETF」の登録申請が SEC に提出されている11。

パッシブ化率は34%より高いと思われる。

⁹ 日本銀行営業毎旬報告(平成28年11月30日現在)より。

 $^{^{10}}$ "She's NO.2: Gender Diversity Lures Buyers to One of 2016's Top ETF Debuts" https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-06/she-s-no-2-in-2016-etf-debuts-as-gend er-diversity-lures-buyers

¹¹ ビットコイン ETF に関しては、SEC は 16 年 7 月に一度パブリックコメントを求めたが、「当ファンドは、デジタル資産(商品のように物理的存在もなく、また証券のように特定の発行者もいない資産)を保有する初めてのファンドであること」などから、慎重に対処しており同年 10

(なお、際物的なテーマ等を取り上げて ETF を組成することについては異論があると思われる。 FT 紙が掲載した 12 米国モーニングスター社の集計によると、93 年から 16 年 11 月 21 日までに 米国で 2,526 本の ETF が組成されたが、そのうち 568 本(22%)が解散・合併で消滅した、その消滅ファンドの平均存続期間はわずか 3 年、平均経費率は 0.65%(ETF としては高コスト)であった。長期投資目的で購入した投資家の期待に反した等の問題があろう。)

以上は「資産(アセットクラス)の細分化」であるが、最近「投資戦略」に着目した ETF 組成が急増している。すなわち、米国でアクティブ運用 ETF が 08 年に発足したほか、ここ数年は世界的にスマートベータあるいは投資ファクター¹³ (バリュー・ボラティリティ・サイズ・モメンタムなど)に沿って銘柄選択・資産配分を行う ETF が増えている。

アクティブ運用 ETF は米国だけで 15 年末現在 134 本あり、資産額は 275 億ドルであった。また、ETFGI によると 16 年 11 月に世界全体のアクティブ運用 ETF/ETP¹⁴資産は 420 億ドルに達した¹⁵。 さらに同じく ETFGI の発表によると、スマートベータ ETF/ETP の資産は、16 年 11 月現在、世界全体で 4,970 億ドルに達した¹⁶とのことであり、ETF 全体の 15%を占めるに至っている。

[日本の状況]

日本でも、ETF の品揃えの充実が進んでおり、ファンド数は過去 10 年間に 13 本から 155 本へ 12 倍に増加したことは前述のとおりである。日本の ETF は指数連動型に限定されているのでアクティブ運用 ETF は上場されていないが、JPX 日経 400 などスマートベータ指数連動 ETF は上場されている。

(3) 証券ビジネスの「コミッションからフィー」への転換

米国を中心とした証券ビジネスの変容も ETF 拡大に結びついている。

90 年代から米国証券会社あるいはフィナンシャルアドバイザー (FA) のビジネスモデルが「売買コミッションから残高フィーへ」へ転換し、ラップアカウントも拡大した。

これら資産管理ビジネスにおいては、銘柄選択よりも顧客の資産・収入・人生設計等に合わせた資産配分(アセット・アロケーション)が重視される。そして、個別顧客別にカスタマイズした資産配分ポーフォリオを作成・維持していくうえで、資産別の品揃えが豊

月に再度パブリックコメントを求めている。 (SEC の態度についての詳細は次の URL 参照。 https://www.sec.gov/rules/sro/batsbzx/2016/34-79084.pdf)

- ¹² "Brutal culls ensure the ETF graveyard is full" Financial Times, Dec.15, 2016
- 13 スマートベータと投資ファクターの相違については明確な定義はないように思われるが、筆者は、スマートベータがパッシブ運用にあたって時価総額比率以外の方法によりウエイト付けするための指標であるのに対し、投資ファクターはアクティブ運用にあたっても用いられる指標であり、投資ファクターの方が幅広い概念を包摂していると考える。
- 14 ETP (Exchange Traded Products) は、リターンが指数に連動する債券など ETF 以外の証券を含めた上場商品の総称である。
- 15 http://etfgi.com/news/detail/newsid/1545
- 16 http://etfgi.com/news/detail/newsid/1544

富で低コストの ETF は最適の部品となった。

また ETF は、手軽さと低コストが人気を呼んで近年急速に拡大している「ロボアドバイザー」とも相性が良いことも指摘されている。

[日本の状況]

日本では独立 FA は未発達であるが、ラップアカウントの急成長に見られるように、証券営業のビジネスモデルが販売手数料から残高フィー重視に徐々に移行していること、ロボアドバイザーも注目されていることは周知の通りである。

(4) 米国では税のメリットもある

米国税制は、ファンドに対し課税年度をまたいでの利益留保を認めていない(利益を留保すればファンドに課税される)。したがって、ファンドはキャピタルゲインを含む全ての実現益を分配しなければならない。そして分配金を受領した投資家はその年の所得として納税義務を生じ、投資家によっては保有ファンドの時価が買付コストより下がっている場合でも分配金受領により納税義務が発生することになる。

しかし、ETF はアクティブ運用ファンドのような銘柄入替えがないうえ、従来型インデックスファンドのように解約にともなう証券売却もない(現物がそのまま引出される)。したがって、通常はファンド内で売買益が発生せず、キャピタルゲイン分配も行われない。よって投資家は、保有 ETF を売却するまでキャピタルゲイン課税を繰り延べることができる。これは従来型ファンドにはない税のメリットとして認識されている。

なお、米国においても 401(k)など退職準備口座での ETF 利用は進んでいないが、その一つの理由として、退職準備口座はもともと非課税であるので、上述の ETF の税の優位性が働かないことが指摘されている(なお、退職準備口座での ETF 利用が進まないその他の理由として、ETF が小口積立てに適していないこと、コスト面でも従来型ファンドが退職準備口座用に低コストのクラスを提供しているため ETF の優位性が小さいことも指摘されている)。

[日本の状況]

日本では、欧州などと同様にキャピタルゲインのファンド内留保が認められているので、 米国とは状況が異なる。また米国では、投資家が一般的に課税回避のため分配を忌避する 傾向が強いのに対し、日本の場合は投資家の分配金に対するニーズが高いことも米国と異なる。

5. 従来型ファンドへの影響

世界の全公募投信残高に占める ETF のシェアは、06 年の 3%から 16 年 9 月末に 9%へ拡大した 17 。

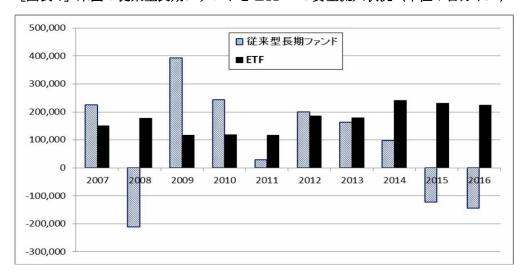
¹⁷ 国際投資信託協会データにより計算した。

フロー(資金純増減)ベースでは従来型ファンドへの影響が一層鮮明に現れている。連続データの得られる米国における過去10年間の資金純増減状況を見ると図表7の通りである(16年は11月までの実績)。

13 年から ETF への資金流入が従来型ファンドを恒常的に上回るようになり、15 年からは従来型ファンドから資金流出、反対に ETF へ資金流入というパターンになっている。

明らかに従来型ファンドから ETF への資金シフトが起きている。ちなみに、12 年からの 5 年間 (16 年は 11 月まで)を合計すると、従来型ファンドは 1,921 億ドルの資金流入、ETF は従来型ファンドの 5 倍以上の 1 兆 611 億ドルの資金流入となり、最近 2 年間 (15 年~16 年 11 月)をとると、従来型ファンドは 2,674 億ドルの資金流出に転じてしまい、ETF は 4,550 億ドルの資金流入となった。

ETF 支持者の中には「かってタイプライターがコンピューターに取って代わられたように、従来型ミューチュアルファンドは 20 年後には ETF に取って代わられるだろう」という見方さえする向きもある¹⁸。



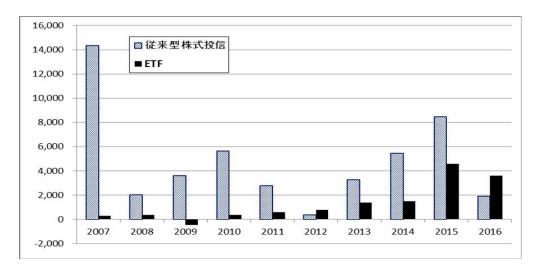
[図表 7] 米国の従来型長期ファンドと ETF への資金流入状況 (単位:百万ドル)

「出所] ICI データより筆者作成、16年は11月までの実績

「日本の状況〕

公募投信全体に占める ETF の比率は 06 年末の 6% から 16 年 11 月末に 21% へ拡大した。 日本の過去 10 年間の ETF への資金流入状況を従来型株式投信と比べると図表 8 の通り である。米国のような動きはなく、ここ数年の ETF への資金流入増加の背景には前述のよ うに日本銀行による買い入れがあることを考慮すると、一般投資家レベルで従来型ファン ドから ETF への資金シフトは起きていないと見られる。「4. 成長の背景」に掲げた米国 の事情と異なる面が多いことによろう。

¹⁸ 注 3 の FT 記事の中での、ETF 調査サービス会社の Matt Hougan 氏の言葉。



[図表 8] 日本の従来型ファンドと ETF への資金流入状況 (単位:十億円)

[出所] 投資信託協会データより筆者作成、16年は11月までの実績

6. 規制当局のうごき

ETF が量・質の両面で拡充し、世界の証券市場における存在価値が大きくなるにともない、金融規制当局は投資家保護の側面だけでなく、金融市場の安定性確保の視点からも ETF への関心を高めてきた。

世界の金融・証券規制当局が ETF について問題提起を始めたのは 2010 年前後からである。先ず 11 年 4 月に、FSB (Financial Stability Board、金融安定理事会)、BIS (Bank For International Settlements、国際決済銀行)、IMF (International Monetary Fund、国際通貨基金)が、相次いで ETF について問題を提起するペーパーを発表した。これら国際機関が懸念したことは、ETF によるデリバティブ取引や証券貸付にともなうカウンターパーティー・リスク、および同一グループ内の会社で ETF を運営することにともなう利益相反の問題であった。

しかし、その後これらは ETF に限った事柄ではない(投信全般に共通する問題である) ことの理解が進んだ。

15年頃からは、IMF等により「オープンエンド型投信に大量解約が発生した場合に組入れ証券が大量に売却され市場に悪影響を与える恐れがある」という流動性の問題が提起された。そして米国 SEC は、15年9月に ETF を含むオープンエンド型ファンドについて、「解約請求に応じられなくなるリスクやファンド資産の稀薄化を防ぐため」新たな流動性規制を提案、各方面からの意見を集約したうえで、16年10月に最終的に規則を制定した。15年9月の提案段階では ETF に対しても従来型ファンドと同一の規制を適用するとしてい

たが、最終規則においては、現物引渡しの形で解約請求に応じる ETF については一般ファンドよりリスクが少ないとして、一般ファンドに適用する流動性規則の適用を除外している。

さらに米国 SEC は 15 年 12 月に、デリバティブ取引による過度な投機を防止するために、ETF を含む投信全般についての新デリバティブ規制を提案した。新規制のポイントは、デリバティブ取引のエクスポージャーをファンド純資産の 150%以下に制限することにある。SEC 提案の行方について本稿執筆時点では結論が出ていないが、仮に原案通り規則化された場合には、現存するレバレッジ型・インバース型 ETF の中には解散等を余儀なくされるファンドが出ると観測されている。なお、世界最大の ETF 運用会社であるブラックロック社は、SEC が懸念するリスクのあるレバレッジ ETF は米国 ETF 総資産の 2%に過ぎないと指摘したうえで、ETF は一般ファンドと分けて取り扱うべきだと主張している。

前述のように、数年前に ETF 規制の必要性が取りざたされた事項の多くは実は一般ファンドに共通する問題であることが認識された結果、16年に FSB が出した「資産運用業の活動から生じる構造的脆弱性に対応する政策提言集」¹⁹においては ETF にほとんど言及していない。

そして ETF 特有の問題を取り上げるとすれば、13年6月に IOSCO が公表した6項目・9 原則からなる「ETF 規制に関わる原則」に盛り込まれている事項である。この中で IOSCO は「ETF の他商品との違いや、指数連動型ファンドの対象指数への連動方法等についての情報開示の徹底」、「特定 ETF のために開発された特殊指数連動型に関わる利益相反の可能性への対処」を取り上げている。

このほか、流通市場における ETF の売買値(ビッドとアスク)の差、市場価格と NAV (ファンドの純資産価値) とのかい離、ETF 取引価格の値幅制限、そして拡大した ETF が 証券市場全体の価格形成に与える影響といった流通市場に関わる問題が今後の規制当局の 関心事項となろう²⁰。

7. 今後の展開

(1) ETF 残高は 21 年までに 7 兆ドル突破か

世界の ETF 残高の将来予測について、PwC(プライスウォーターハウスクーパース)は、15年に発行したレポート ("ETF 2020 Preparing for a new horizon") において「ETF

 $^{^{19}\,}$ FEB " Consultative Document , Proposed Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities", 22 Jun 2016

²⁰ 世界の ETF 規制動向の詳細については、杉田浩治「世界の ETF 規制をめぐる動向」『証券アナリストジャーナル』17 年 1 月号(日本証券アナリスト協会)参照。

業界関係者は ETF 残高が 2020 年までに 5 兆ドル以上に達すると予測している 21 」と述べていた。しかし、同社が 15 年に行った第 2 回グローバル調査の結果をふまえて 16 年に新たに発行したレポート("ETFs: A roadmap to growth")においては、「業界関係者は ETF 残高が 5 年後の 2021 年までに 7 兆ドル以上に達すると予測している 22 」と拡大のテンポが速まることを想定している。

そして、16年のレポートの中で PwC が ETF の成長要因として挙げている事項は、オンライン・プラットフォームの充実、アクティブ運用 ETF の成長、投資教育の進展、販売者のフィーベース・モデルへの転換が続くこと、ロボアドバイザーの普及、機関投資家の ETF 投資の増加、欧州とアジアで市場統合を生み出しそうな規制変化などである。

一方、成長を阻害する恐れのある要因としては、規制の強化、効果的販売チャネルの欠 如が挙げられている。

(2)「ETF はパッシブ運用」だけではなくなる

近年、スマートベータあるいは投資ファクターにより銘柄選択や資金配分を行う ETF が増えていることは、「4. (2) 品揃えの充実」で指摘した通りである。

ところで、スマートベータあるいはファクター投資はパッシブ運用、アクティブ運用の どちらに属するのであろうか。一定のルールに基づいて運用を行うという点ではパッシブ に近く、投資資金を時価総額比で配分しないという点ではアクティブに近い。

バンガード社は、「スマートベータの利用はアクティブ運用だ」と位置付けており、同社のアドバイザリー・ビジネス担当の Rampulla 氏は、「投資家はスマートベータ・ファンドに投資する際は、運用者、運用プロセス、パフォーマンスをチェックする必要がある。」と指摘している²³。

バンガード社のボーグル氏の分析によれば、米国では既に ETF 資産の 31%はスマートベータ 24 使用ファンドで占められている 25 。また 4. (2) で述べた通り、ETFGI によれば世界全体でスマートベータを採用する株式 ETF は 16 年 11 月に 1,179 本、残高は 4,970 億ドル(世界 ETF 全体の 15%)に達している。

また、ファンドマネージャーが銘柄や売買タイミングの選択を行う伝統的アクティブ運

 $^{^{21}}$ 14年に世界の主要資産運用会社等 60社(うち3分の2は ETF 運用会社、3分の1はまだ ETF を出していない運用会社およびサービスプロバイダー)の役員を対象に行った調査結果に 基づいており、「回答者の4分の3以上が2020年までに5兆ドル以上に達すると予測していた」 と述べている。

 $^{^{22}}$ 調査対象会社数は 14 年の第 1 回調査と同様に 60 社 (うち 70%は ETF 運用会社またはスポンサー、残りはまだ ETF を出していない運用会社およびサービスプロバイダー) であり、「回答者の 41%が 21 年までに少なくとも 7 兆ドルに達すると予測している」と述べていた。

²³ "Vanguard's Rampulla On The New Active Mgmt" Dec 13 2016

http://www.etf.com/sections/features-and-news/vanguards-rampulla-new-active-mgmt ²⁴ ボーグル氏は"Strategic beta"と表現している、

 $^{^{25}}$ Jack Bogle "Higher ETF Trading activity takes its toll on investor wealth" Financial Times, Dec. 13, 2016

用の ETF も着実に増加しており、4. (2) で述べた通り、ETFGI によれば 16 年 11 月に 世界のアクティブ運用 ETF・ETP は 303 本、その残高は 420 億ドルである。

以上のように「ETFはパッシブ運用ファンド」と括ることはできなくなりつつある。

前掲の PwC が 15 年に実施した第 2 回グローバル ETF 調査によると、北米の ETF 関係者の半数以上は、米国におけるアクティブ運用 ETF の残高は 3 年以内に 1,000 億ドルを超えると見ている。そして、運用内容を(現在の日々開示でなく)四半期毎など定期的にのみ開示する26新しい ETF が認められた場合27の資産運用業界への影響について、回答者の57%は「従来型アクティブ運用ファンドのフィーに下方圧力を与えるだろう」と見ている。一方で、PwC は、「アクティブ運用 ETF のスポンサーは、従来型ファンドで行われているレベニューシェアリング(運用報酬の販売者への割り戻し)のような何らかの販売促進措置を導入する必要があるだろう」と観測している。

8. ETF の拡大をめぐる問題点および課題

ETF が今後さらに拡大を続けることに関しては、幾つかの問題点や課題もある。筆者の私見を述べれば次の通りである。

(1) 個人に積極販売する場合は、ディスクロージャーの強化が必要ではないか

現在、一般投資家が ETF に投資する場合、(株式と同様に)流通市場における既発行証券の取得であるため、従来型ファンドのような目論見書の交付は義務付けられていない。 また、運用報告書の交付も行われない。

今までのところ、日本では販売業者の消極姿勢もあって ETF は一般個人に対して積極的な販売は行われていなかった (米国においても、ETF の個人保有分の多くは FA の投資一任定・助言勘定やラップアカウントを通じた保有であると筆者は理解している)。

しかし、もし ETF を従来型ファンドのように個人に積極販売する場合には、投資家保護の観点から、情報開示も従来型ファンドと同様にする一すなわち目論見書と運用報告書(前掲の IOSCO 原則に沿った内容を含むもの)の交付を(もちろんインターネット経由の交付も可としたうえで)行うべきではないだろうか。

²⁶ 株式ファンドの運用会社の中には、ポートフォリオを日々開示すると、自社の投資戦術を他の市場参加者に察知され、フロントランニング(先回り売買)などをされる恐れがあるとして、ETFを設定しない会社が多いといわれる。

^{27 16}年2月にイートン・バンス社がポートフォリオを四半期毎のみに開示する株式アクティブ運用 ETF(Eaton Vance Stock Nextshares)を Nasdaq に上場した。同ファンドは、市場の取引時間中には、ファンドの NAV(純資産価値)に上乗せする、または NAV から割り引く金額(すなわちプレミアムまたはディスカウントの幅)だけを取引し、引け後に NAV が算出されたところで、NAV に当該プレミアムまたはディスカウントを加減算して最終取引単価を決定する方式("NAV-based trading")を取っている。規模は 16年 12月末で 25百万ドルである。

特に、デリバティブを利用して対象資産価格への連動を図るファンドや、指数の2倍に動くレバレッジ型ファンド・指数の逆に動くインバース型ファンドなどにあっては、運用のしくみ、連動性(実績を含む)などについて徹底した説明が必要であると思われる。デリバティブを利用して対象資産への連動を図るファンドについて、筆者の体験にもとづいて、投資家の誤解を生じやすいと思われる一例を挙げると次の通りである。

デリバティブ利用 ETF の対象資産への連動性について生じやすい誤解 (一例)

筆者は東証上場のWTI 原油価格連動型 ETF を買ったことがある。無知の筆者は同 ETF が単純に(期間に関係なく)原油価格に連動していくものと思っていた。しかし、事実は「直近限月の先物に連動させる」もので、限月をまたぐと連動しないことを購入後に知った。

そして当ファンドの運用にあたっては、直近限月の先物に連動させるため、毎月、先物のロールオーバー(満期を迎える限月を売って翌月物に乗り換えること)が必要になる。その際、遠い限月の先物の価格が高い状態(「コンタンゴ」あるいは「順鞘」と呼ばれ、金利・保管コストの関係から一般的にはこの状態になることが多い)においては、ロールオーバーの都度、実質的に「安く売って高く買うことになる²⁸」ため、ファンドの純資産価値を減少させることになる。したがって長期的には対象資産への連動率が低下する。

さて筆者は 15 年 3 月に東証上場の WTI 原油価格連動型 ETF を買った。同 ETF は NY 商業 取引所の直近限月 WTI 先物価格の円換算値に連動を目指すものである。15 年 3 月末の同 ETF の東証における引値は 3,685 円、WTI 原油価格は1 バーレル 47.60 ドル(NY 市場前日引値)、1 ドルは 120 円であった。

そして最近時点 16 年 12 月 30 日の WTI 原油価格は 53.77 ドル(NY 市場前日引値)、1 ドルは 116 円となった。すなわち、この 1 年 9 か月の間に円換算 WTI 価格は 5,712 円(15 年 3 月末の 47.60 % \times 120 円)から 6,237 円(53.77 % \times 116 円) \sim 9%値上がりした。

単純に計算すると(長期的に連動するのであれば)、この ETF の 16 年 12 月 30 日の価格は、 15 年 3 月末の 3,685 円から 9%値上がりして <math>4,017 円に値上がりしていることが期待される。 しかし、実際には同日の同 ETF の引値は 2,626 円であった(取引所の引値はファンド純資産価格から乖離することがあるが、純資産価格をみても 2,643 円であった)。

単純にロールオーバー・コストと信託報酬(年 0.918%)だけでこのような乖離を生ずるものなのか筆者には理解できないが、いずれにしても、こうしたファンドを個人投資家に積極的に販売する場合には、事前に運用方法や連動性の制約等について分かりやすい説明が必要ではないだろうか。

また米国では、SECがレバレッジ型、インバース型について「これらのファンドが追求するパフォーマンスはあくまで"前日比"であって、中長期には狙い通りには動かないこと」

^{28 16}年12月13日付FT紙 "Commodity ETF investors in for the short term"中の記述。

についての投資家の理解が徹底していないことを懸念し、業界に改善を働きかけたことが あった。

それを受けて自主規制機関のFINRA(金融取引業規制機構)は、09年6月に業者向けに発出したRegulatory Noticeの中で、この種のファンドのパフォーマンスが長期的には狙いと大きく乖離する例(いずれも08年12月1日から09年4月30日の5ヶ月間の実績)を二つ挙げて注意を喚起していた。

一つは、ダウ・ジョーンズ石油・ガス指数の2倍の値動きを追求するブル型ファンドであり、対象指数が2%上昇した中でファンドは6%下落し、また同指数の反対に2倍動くよう設計されたベア型ファンドは26%下落したと述べている。もう一つは、ラッセル1000金融株指数の3倍に動くことを目指すブル型であり、対象指数が8%上昇した中でファンドは53%下落、指数の反対に3倍以上動くことを目指すベア型ファンドは90%下落したと指摘している29。

ETF のパフォーマンス評価や投資家教育の充実も望まれる

また、ETF を幅広い投資家に長期投資手段として積極的に販売していく場合には、ETF のパフォーマンス (対象指数への連動実績など) について、従来型ファンドのように、第 三者機関による評価と公表が行われることが望ましいと考える (米国ではモーニングスター社が ETF についても従来型ファンドと同様の定性評価を始めている)。

さらに、ETF は市場の取引時間中にいつでも売買できる商品であるだけに、長期資産形成手段としてオファーしていく場合には、タイミング重視の短期売買に陥らないようにするため投資家教育の充実も必要であろう。この点については、長期投資手段として従来型インデックスファンドを支持(ETF を否定)するボーグル氏が強調している。バンガード社は従来型インデックスファンドを母体とする ETF を設定しているが、同氏は「従来型インデックスファンドの投資家のリターンがファンド・リターンを若干上回っているのに対し、売買回転率の高い ETF 投資家のリターンはファンド・リターンを 1.6%下回っている」として短期売買の弊害を訴えている30。

(2) 資産運用のパッシブ化進捗の問題点(株式市場の資本配分機能の低下を招く恐れ)

前述のようにアクティブ運用型やファクター投資ETFも現れているものの、ETFの主力は依然パッシブ型である。したがってETFの拡大はパッシブ運用の拡大を意味し、それは株式市場の資本配分機能の低下を招く恐れがある。すなわち、単純に市場時価総額に比例

²⁹ 日本でも、レバレッジ型・インバース型について、東京証券取引所がウェブサイトにおいて、 2 営業日以上離れた場合の複利効果について分かりやすい説明をしている

⁽http://www.jpx.co.jp/equities/products/etfs/etf-outline/04-03.html、http://www.jpx.co.jp/equities/products/etfs/etf-outline/04-04.html) ほか、発行者に対しても開示の充実を求めている。

³⁰ この実績の計算期間についてボーグル氏は、"past months"としか述べていない。出所は注 25 と同じ。

して投資するインデックス運用では、「高収益会社の資本調達を助け、低収益会社に市場からの脱退を迫る」と言う市場に期待される資本配分機能が十分に発揮されず、株式市場全体(言い換えれば指数)の収益性向上に貢献しない一すなわち「インデックス運用は市場指数の収益性向上に関しアクティブ運用に"タダ乗り"している」と言われる問題である。

また新興国市場に関して、国営企業をふくむ少数大企業の比重が高く、時価総額指数に 連動する ETF の資金がこれら大企業に向かう結果、魅力的な中小民間企業に資金が配分さ れないといった問題を指摘する声もある³¹。

これに対して、インデックスファンドの信奉者であるボーグル氏や ETF 支持者は「資本配分は IPO (新規上場企業の上場時の資本調達) および既上場企業の増資の際に行われるのであって、流通市場に資本配分機能はない。流通市場では株式所有者の移転が行われるだけだ32。」、「新興国市場についての資本配分はプライベートエクイティ運用者の仕事だ33」といった主張を展開している。

一方、米国の資産運用会社アライアンスバーンスタイン社が、最近「指数連動投資はマルクス主義より悪い」とするレポート ("The Silent Road to Serfdom: Why Passive Investing is Worse Than Marxism")を出して話題を呼んでいる。バロンズ誌によれば、同レポートは「ETF が加速させているパッシブ化の波は、究極的には資本が適切に配分されない状況を生み出す。もし、企業がどんな経営をしようと、株価指数に入っているというだけで投資家を見つけられるのであれば、資本主義はうまく機能しない。それはマルキシズムより悪い。マルキシズムにおいてすら当局が事業やプロジェクトを評価したうえで資本を割り当てるではないか」と主張している³4。

筆者も、上述のボーグル氏らの「流通市場に資本配分機能はない」という見方は、「流通市場において企業価値の評価に基づく適正な値付けが行われ、それが企業の資本調達(増資の難易度や調達可能価格)に結び付くこと」を無視しているように感じる。

(3) ETF の流動性および証券市場全体に与える影響

ETF が急速に大きくなっただけに、世界の金融規制当局が金融市場に与える影響を懸念していることは「6. 規制当局のうごき」において述べた通りである。しかし 6.で述べたように、世界的には ETF 規制論議は一段落しているようにも見える。敢えていえば、6.で述べたように、拡大した ETF が証券市場全体の価格形成に与える影響の問題を含めて流通市場に関わる事項であろう

_

³¹ 出所は注3と同じ。

 $^{^{32}}$ Q&A With Jack Bogle: 'We're in the Middle of a Revolution' https://www.bloomberg.com/features/2016-jack-bogle-interview/ 33 出所は注 $_3$ と同じ

^{34 &}quot;Is Passive Investing Really Worse than Marxism" http://www.barrons.com/articles/is-passive-investing-really-worse-than-marxism-147227312

業界サイドでも、最大手のブラックロック社を含め、「ETF 規制について焦点を当てるべき問題は ETF の構造そのものでなく、流通市場における取引ルールだ」との意見が多い35。

しかし、ETF 大国である米国においては、SEC が 15 年 6 月に ETF について幅広くパブリックコメントを求めたほか、15 年 8 月 24 日(ダウ平均が寄り付きで 1,100 ポイント下げ、その後 600 ポイント反発した「フラッシュクラッシュ」発生日)に、NY 取引所において ETF が純資産価格より大幅なディスカウント価格で取引されたことを受けての ETF の精査を未だ継続中ともいわれる 36 。

今後 ETF の急成長が続けば、折にふれ規制の問題は蒸し返されることになろう。前掲の PwC の 15 年第 2 回調査の結果を見ても、ETF 関係者の 34%が「規制・税制が ETF の成長や技術革新に大きな影響を与える」と見ている。

なお、少し話はそれるが、ブラックロック社は、前述 15 年 6 月の SEC のコメント要請に応じて提出した書簡の中で、債券の流動性に関連して「ETF は原債券より流動性が高く、投資家のコスト(スプレッド)が小さい(言い換えれば ETF は流動性の薄い債券に高い流動性を付与している)」という興味深いデータを提示している。

たとえば、社債に投資する「IShares \$ Investment Grade Corporate Bond ETF」の ETF 市場における平均スプレッド(ビッドとアスクの差)は 0.01%であるが、組入れ社債の債券市場における平均スプレッドは 0.61%である、同様にドル建て新興国債券に投資する「IShares JP Morgan USD Emerging Markets Bond ETF」平均スプレッドは 0.02%であるが、組入れ新興国債券の平均スプレッドは 0.79%である(いずれも 15 年 7 月 28 日に至る 60 日間の平均実績)としている37。

(4) 業者の収益性、業界の寡占構造をどう考えるか

ETF が投資家にとって低コストであることは、裏返すと業者の収益性は薄いということになる。

米国の ETF 情報誌 ETF.com の CEO である Dave Nadig 氏は、「16 年 9 月末の米国 ETF 残高 2.4 兆ドルをベースに、ブラックロック社の直近の報酬率を使って計算すると、米国 ETF 運用業者が受け取る年間フィーは 60 億ドルになる一つまり米国 ETF 産業は 60 億ドル産業である」と述べている38(なお、この数字により BlackRock 社の報酬率を逆算する

36 なお、日本では値幅制限や、特別気配・連続約定気配の制度がある

^{35 16}年11月21日付FT記事" Debate over impact of ETFs intensifies"。

⁽http://www.jpx.co.jp/equities/trading/domestic/04.html) ため、米国のフラッシュクラッシュのような事態は発生しないと考えられている。

³⁷ BlackRock" Re: Exchange-Traded Products, Release No. 34-75165; File No. S7-11-15"9頁、25頁。

https://www.blackrock.com/corporate/en-at/literature/publication/sec-request-for-comment-exchange-traded-products-081115.pdf

³⁸ Here's How Much Money The ETF Industry Makes"
http://www.etf.com/sections/etfcom-analysis/heres-how-much-money-etf-industry-makes?n
opaging=1

と 0.25%である)。

一方、筆者の計算によれば米国の従来型ミューチュアル産業は 900 億ドル (10 兆円) 産業である。すなわち、長期投信だけをとって計算しても、16 年 11 月末の残高(株式投信 8.5 兆ドル、バランス投信高 1.4 兆ドル、債券投信 3.6 兆ドル一合計で 13.5 兆ドル)に、15 年の各ファンドの平均経費率一それぞれ 0.68%、0.77%、0.54% を乗じて得た額の合計は 880 億ドルとなる。

つまり ETF の規模は従来型ファンドの規模の 6 分の 1 であるが、付加価値(運用業界収入)は 15 分の 1 に過ぎない。しかも ETF 報酬は引き下げ競争が熾烈であり、16 年秋にブラックロック社が、S&P500 連動 ETF の報酬率を(バンガード社の 0.05%より 0.01%低い) 0.04%に引き下げる39などの動きが続いている。

ますます寡占が進んでよいのか

ETF は低マージンを量でカバーするビジネスであるため、運用資産の大きい会社ほど、フィーを引き下げる余地を生じ、その会社に益々資金が集まることになる。現在でも上位3社(ブラックロック、バンガード、ステートストリート)で世界のETF 市場の7割を占めている。この寡占状態がさらに進むことは、投資家あるいは資本市場にとって良いことなのであろうか?

この状況を変える一つの可能性は、スマートベータ・ファクター投資 ETF やアクティブ 運用 ETF など、付加価値の高いファンドが多くの会社によって組成され、そのファンドが 好成績を収めることによって多くの資金を集めることであろう。

幸い資産運用についてアクティブ運用復権の兆しが見える。メディアの報道は一般に「アクティブ運用は市場平均に勝てない」とするものが多いが、16年11月21日付のFT紙は、オーストラリア・ニューサウスウェールズ大学のデイビド・ガラハー氏の研究成果として「2002年から12年までの間について、世界の機関投資家向けグローバル株式ファンド143本のパフォーマンスを分析したところ、市場平均を年率1.2%~1.4%上回っていた」と報じている40。

(なお、筆者が、日本のモーニングスター社算出のインデックスを利用させていただいて、 日本の国内株ファンドの加重平均リターンを、06年から15年に至る10年間について計算 したところ、年平均リターンは5.1%となり、配当込 TOPIX の年平均リターン4.1%を上 回っていた。)

また、昨秋の米国大統領選以降、世界的に銘柄間の株価変動のバラツキが大きくなっていることや、証券の平均期待リターンが低下する中で、銘柄選択の意義が再認識されていることから、「潮目はアクティブマネージャーに戻りつつある」と見る向きがある41。

 $http://www.pionline.com/article/20161128/PRINT/311289988/some\text{-}seeing\text{-}a\text{-}new\text{-}cycle\text{-}back-}to\text{-}active$

^{39 &}quot;BlackRock fires broadside in ETF price war" Financial Times, October 10, 2016

 $^{^{40}}$ "Study finds active global equity funds out perform" Financial Times, November 21, 2016

^{41 &}quot;Some seeing a new cycle back to active"- Pension and Investments, http://www.pionline.com/article/20161128/PRINT/311289988/some-seeing-a-new

筆者は「8.(2) 資産運用のパッシブ化進捗の問題点」で触れた市場の資本配分機能のほか、資産運用業の付加価値向上の必要性などを併せ考え、ETF以外の従来型ファンドを含めてアクティブ運用の頑張りを期待している。

そして、ETF の販売面においても業者の収益性が問題であろう。証券ビジネスの個別商品販売型から資産管理型営業への移行(販売手数料でなく対残高フィーを収益源とする方向)、そしてロボアドバイザーの成長などは大きな流れであろうが、その中で販売業者は低コスト(=低収益)の ETF をどのように活用していけるのだろうか。前掲7.(2)の PwCのコメントにもあるように、販売業者に対する何らかの販売インセンティブも必要になるように思われる。