

満三〇歳になった米国ETF —その成長の実態と日本への示唆

杉田浩治

はじめに

一、ETFとは何か

米国ETFは一九九三年の発足以来三〇年を経過した。二〇二三年八月末の残高は七・四兆ドル（約一、〇七〇兆円）に達し、世界全体のETF残高の七割以上を占めるに至っている。

本稿では、ETFの基礎から始めて、米国ETF成長の足取りと拡大を可能とした要因、商品の変化、今後の展望、日本への示唆を論じる。なお、事実認識・意見は筆者の私見である。

ETF (Exchange Traded Fund) とは、文字通り「証券取引所で取引される投資信託」である。古くから存在している非上場の投資信託（日本におけるETF以外の投資信託と同一であり、米国ではミューチュアルファンドと呼ばれる。以下「従来型」と記述）との大きな違いは二つある。

第一に、従来型は一般投資家のファンド購入・

換金がそのままファンドの資金増減（設定・解約）に結びつくのに対し、ETFは設定・解約を請求する主体が指定参加者（証券会社等）に限られており、一般投資家は流通市場（証券取引所）において購入・換金する仕組みになっている。言い換えれば、従来型には発行市場しか存在しないが、ETFには発行市場と流通市場とが存在する。

第二に、従来型は投資家からの金銭の拠出により設定され、その金銭を運用会社が株式や債券などに投資するとともに、投資家の解約請求に対しては運用会社が株式や債券などを売却し金銭に換えて返還する「金銭設定・金銭償還型」である。これに対しETFは指定参加者からの株式や債券そのもの（現物）の拠出により設定され、解約も現物の引き出し（ETF受益権と現物との交換）により行われる「現物設定・現物交換型」が多

い。

以上の二つの特徴が、後述するETFのメリット（低コスト、米国における節税効果など）を生んでいる。

二、誕生のきっかけはブラックマンデー、倉荷証券から発想

米国ETF誕生の素地は八七年一〇月一九日のブラックマンデー（NYダウ平均株価が一日に二・六％下落した日）にあった。

この大暴落は、機関投資家等によるポートフォリオ・インシュアランス（ポートフォリオの価値が予め定めた水準を超えて下落しないようリスク資産比率を段階的に調整する運用手法）を実行するプログラム売買（予め設定したルールにもとづき自動的に売買注文を執行するしくみ）による多

数の銘柄の売りが株価下落を加速させたと言われる。

そして八八年にSEC（米国証券取引委員会）が公表したブラックマンデー総括レポート⁽¹⁾は、市場改善策の一つとして「マーケットメーカーが市場全体の株式バスケットを単品で取引できる仕組みの創設」を示唆していた。この課題提示を受けて、アメリカン取引所の商品開発担当者ネイサン・モスト氏が、ステートストリート銀行と組んで開発し、九三年に上場した商品がS&P500銘柄に投資するSPDR⁽²⁾（スパイダー）であった。⁽³⁾商品トレーダーを経験していたモスト氏は「商品取引の世界では、商品の預かり証（倉荷証券）が取引されている、証券取引の世界ではなぜ証券の預かり証を取引できないのか」という疑問を持ち、それがETF発案の原点になったと言われ、ちなみに前述のSPDRのDRはDepository

Receipts（預託証券）の略称である。⁽⁴⁾

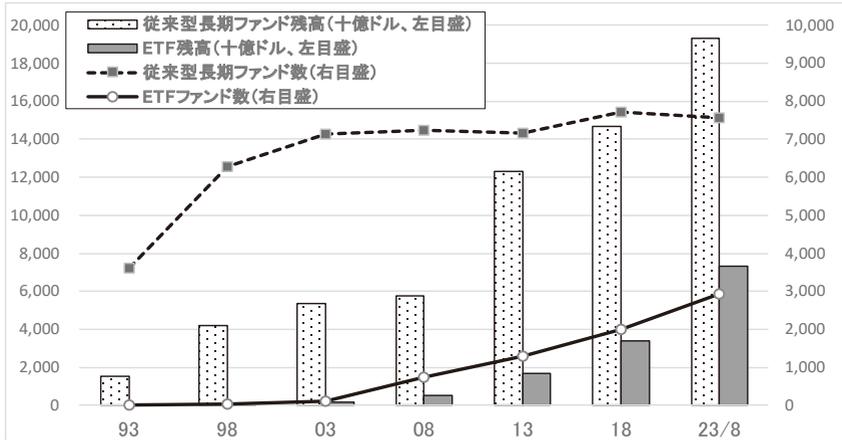
三、今日に至る成長の状況

米国ETFの発足以来の残高とファンド数の推移を従来型長期ファンド（MMFを除くファンド）と対比しながら示すと図表1のとおりである。

最近二〇年間（〇三年末→二三年八月末）の残高変化を見ると、従来型は五・三六兆ドルから一八・八九兆ドルへ三・五倍に拡大したが、ETFは〇・一五兆ドルから七・四二兆ドルへ四九・四倍に拡大した。直近五年弱（一八年末→二三年八月末）の増加率は従来型が二九%、ETFが二二〇%である。

この結果、従来型とETFを合わせた米国長期投信全体に占めるETFの割合は、〇三年末には

図表 1 米国 ETFと従来型長期ファンドの残高・ファンド数の推移



〔出所〕 ICI統計より作成

三％に過ぎなかったが、二三年八月末に二八％へ高まった。

また、ファンド数は従来型が過去二〇年間ほぼ横ばい状態にある中で、ETFは一一九本から二、九六七本へ増加した。

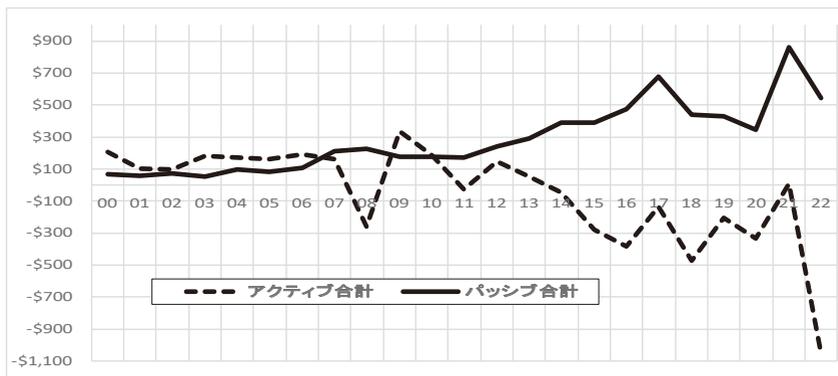
四、成長の二つの要因

米国のETFが過去二〇年間に高成長を遂げた要因は大きく言って二つある。

第一に、発足当初から現在に至る基調的要因として、グローバルな現象であり特に米国において著しい「投資運用のパッシブ化」がある。そして第二に、最近における追加的要因として「米国では投資の器として従来型よりETFが選ばれる傾向が強まっていること」である。

第一の基調的要因「パッシブ化」に関して、米

図表2 米国長期投信のアクティブ型とパッシブ型への純資金流入額の推移
(単位：十億ドル)



〔出所〕 ICI “2023 Investment Company Fact Book” Data Tableより作成

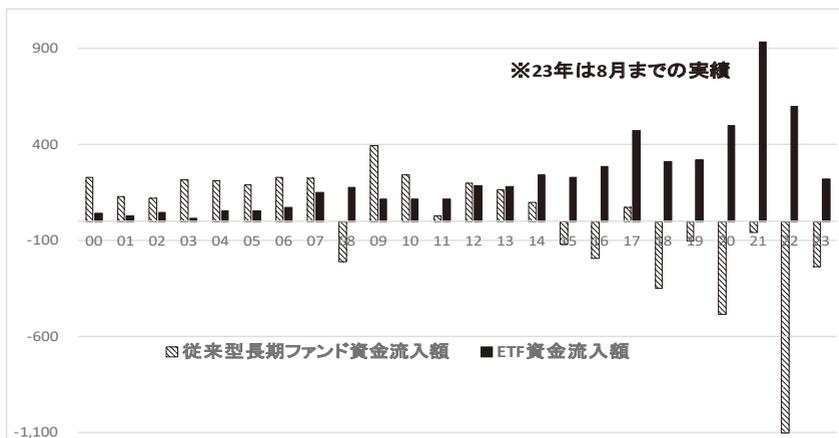
アクティブ合計は従来型ファンドのアクティブ型とETFのアクティブ型の合計、パッシブ合計も同様。

国長期投信への純資金流入額（販売額から解約額を差し引いた額）を、アクティブ運用型とパッシブ運用型に分けて表示すると図表2のとおりである。〇七年からパッシブへの純資金流入額がアクティブを上回るようになった。そして一五年以降は、アクティブから恒常的に資金が流出する一方、パッシブへの資金流入が加速している。このパッシブ化の流れは、指数連動型のETFに強い追い風となった。

第二の、最近における追加的要因である「投資の器として従来型よりETFが選ばれる傾向」について、米国長期投信への純資金流入額を従来型とETFに分けて追うと図表3のとおりである。

一三年以降ETFへの資金流入は従来型を恒常的に上回るようになり、一五年からは従来型は資金流出、反対にETFへは大きな資金流入が続いている。二二年に至る一〇年間を累計すると、従

図表3 ETFと従来型長期ファンドへの資金流入額の比較(単位：十億ドル)



〔出所〕 ICI統計より作成

来型は二・一兆ドルの資金流出、ETFは四・一兆ドルの資金流入となった。

そして特筆すべきは、〇八年（リーマンショック時）および二二年の株価下落時に従来型から大量の資金が流出した際にも、ETFは年ベースでプラスの資金流入を維持したことである。投信への資金流入が市況に大きく左右されることは古今東西共通である中で、株価下落時にもETFへ資金流入が続いていることは、米国ETFが大きな成長トレンドに乗っていることを示している。

五、なぜETF選好の傾向が強まっているか（米国特有の要因がある）

前述のように、米国で「投資の器として従来型よりETFが選ばれる傾向が強まっている」理由

は何か。

ETFは世界的に拡大しており、その要因として、①低コスト（販売会社報酬がないため従来型の報酬が安い、現物を受入れ・返還するため従来型のような設定・解約にともなう証券買付・売付コストも不要）、②投資家による従来型の買付・売付が一日一回だけ算出される基準価額で行われ、しかも発注時には買付・売付価格が決まっていない不便さがあるのに対し、ETFは株式と同様に刻々変る市場価格で即時取引ができ指値取引等も可能である、③運用内容の透明性が高い（日次でポートフォリオを公表する）、といったメリットが挙げられる。

こうした世界共通の要因に加え、次に述べる米国特有の要因が米国におけるETF選好度を高め、ETFを拡大させている（世界投信残高に占める米国のシェアを二二年末現在で計算すると、

従来型においては四九%であるが、ETFについては七五%に達しており、米国のETF選好度が高いことを示している）

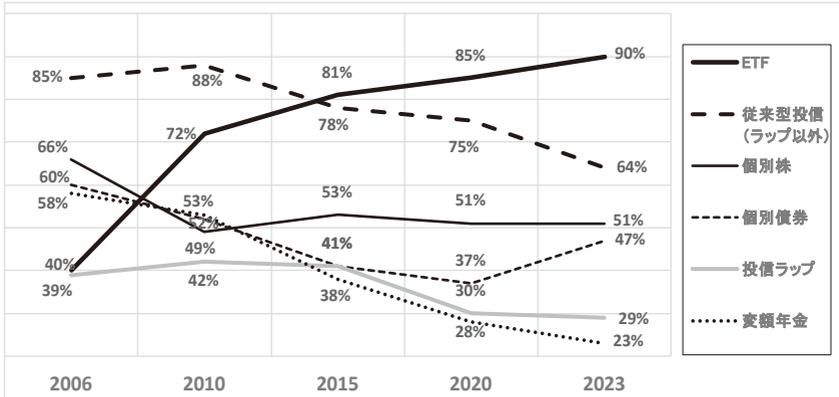
(1) FA（ファイナンシャルアドバイザー）の ビジネスモデルの変化

米国では、個人投資家の資産運用にあたりFA（独立投資顧問業者のほか証券会社・銀行などに所属するFAを含む）が重要な役割を果たしている。

そのFAの収入獲得方法は、七〇年代頃までの「売買コミッション」、八〇年代頃からの「販売した商品からの残高報酬」の時代を経て、〇〇年代頃から「顧客から預かり資産に対して直接フィーを受け取る方式」に変わってきた。

そして、FAが個々の顧客の事情に応じて資産配分ポートフォリオを作成・維持し、運用リターン

図表4 米国FAの利用商品の変遷



〔出所〕 FPA Research and Practice Institute “Trends in Investing Survey”より作成

を上げていくために、品揃えが豊富で、低コストのETFは最適の部品となっている。

アメリカのFPA協会 (Financial Planning Association) が毎年調査している “Trends in Investing Survey” によると、FAが顧客からの預かり資産に組み入れている、あるいは顧客に薦めている投資商品は図表4のように変化してきた。ETFの利用率は二〇〇六年の四〇%から二〇二三年に九〇%へ大きく増加し、今や従来型投資や個別株を抜いて利用商品のトップになっている。

近年、米国ではキャピタルリサーチ、ティール・ロウ・プライスなど、以前はETF設定に慎重な態度をとっていた大手投信会社が続々とETFに進出しているが、その理由として、「自社投信の重要な販売チャネルであるFAからETFを出して欲しい」という要望が強まっている」ことが挙げられている。

(2) 米国特有の税制

米国では従来型と比べETFに税の優位性があり、これが最近のETF販売増加に大きく寄与している。それは次のような事情による。

米国の投信税制は、日本や欧州と異なり、ファンドに対し課税年度をまたいで利益留保を認めない（利益を留保すればファンドに課税される）。

したがって、ファンドは投資家の解約に対応する組み入れ証券売却などにより発生するキャピタルゲインを毎年分配せざるをえない。そして分配金を受領した投資家はその年の所得として申告・納税義務を生じる。

しかしETFの場合、一般投資家は流通市場で売買するため、一般投資家の売付けはファンドの解約に結びつかない。そしてETFの設定・解約を請求できる指定参加者が、流通市場でのETF

売却増に対応する裁定取引⁽⁵⁾によりETFを解約する場合にも、現物交換型のETFは組入証券（現物）がそのまま返還されるため、従来型のように入組入れ証券の売却は発生しない。

したがって、一般的には指数連動型ETF内でキャピタルゲインを生じることがなく、キャピタルゲイン分配も行われない。よって投資家は、自分が保有するETFを売却するまでキャピタルゲイン課税を繰り返すことができる訳で、これは従来型ETFにはない税のメリットとして認識されている。

米国ビラノバ大学Rabih Moussawi教授ら学者三名の論文⁽⁶⁾によれば、一三年～一七年の五年間の平均で、ETFは従来型アクティブ運用ファンドに比べ年当たり〇・九二%の節税効果があった。そして、ETFの節税効果は特に富裕投資家のE

TF購入を促しており、一二年（オバマ政権下）のキャピタルゲイン増税⁽⁷⁾以降、一層ETF選好が強まっていると指摘している。

六、商品の変化

前節まで米国ETFの拡大の状況とその要因をマクロ的に分析した。次にミクロ的事項として商品の変化について述べる。

(1) 投資対象資産は多様化

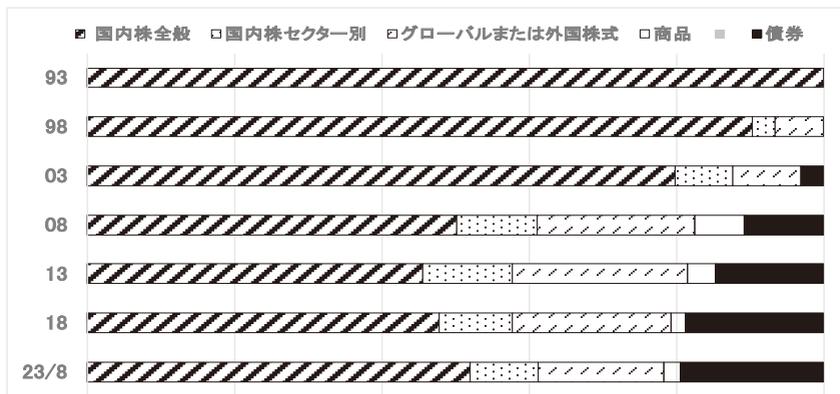
米国ETFの種類を、投資対象資産別に区分して見ると、九三年の発足時にはS&P500（国内株全般）のみであったが、九六年にグローバル株式型が誕生、さらに〇二年に債券、〇四年に商品（コモディティ）を対象とするファンドが生まれた。

投資対象資産別の残高構成の推移は図表5のとおりである。株式が主流であることに変わりないが、〇〇年代に入って債券ETFが着実に拡大していることが目立つ。

米国ETFの投資対象について、もう一つの大きな流れは、市場全体対象からセクター別・テーマ別へ細分化していることであり、最近では後述するように単独銘柄を対象にするファンドも出現している。

一方、ESG投資については、米国では政治的要因もあって、二一年中頃をピークに拡大が足踏み状態にある。二二年に大手コンサルティング会社PWCがETF関係者を対象に行った調査⁽⁸⁾によると、「今後二〜三年について新商品の半分以上をESGが占める」と予想した回答者は米国では二〇%に過ぎず、欧州の六八%と対照的である。

図表5 米国ETFの投資対象資産別残高構成の推移



〔出所〕 ICI統計より作成

(2) アクティブ運用型の増加

投資手法の面からは、当初のパッシブ運用型から、最近数年間はアクティブ運用型ETFの増加が目立つ。

アクティブ運用型ETF（以下「アクティブETF」）は〇八年にスタートしたが、債券ファンドが中心で株式ファンドは少なかった。なぜならETFは毎日ポートフォリオを完全開示する必要があったため、特に株式について自社の投資戦略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）されることを嫌う運用会社があったからである。

しかし、①SECが一六年頃から個別申請に依る形で、日次でポートフォリオを完全開示しなくてもよい「nontransparent（透明ではない）」あるいは「semitransparent（半透明なETF）」⁽⁹⁾の設定を認めたこと、②一九年にSECが制定し

たETF新規則（一九四〇年法規則⁽⁹⁾）により、ETFの設定・解約時に運用会社が受入れ・返還するポートフォリオについて、既存ポートフォリオと異なる「カスタムバスケット」を指定できるようにした（これによりポートフォリオの変更を行いやすくなった）ことから、株式のアクティブETF型が拡大している。また後述するように既存の従来型アクティ運用ファンドをアクティブETFに転換する動きもある。

この結果、二二年末のアクティブETF残高は三、三七九億ドルに達し⁽¹¹⁾、米国ETF全体の五・二%を占めるに至った。さらに二三年上半期のアクティブETFへの資金流入額はETF全体の資金流入額の二〇%を占めている⁽¹²⁾。

(3) 最近の新種商品

米国ETF業界では、主に新規参入者が既存商

品にはない独自性を打ち出した商品を設定するところがある。最近の新種商品の中から二つを紹介する。

① 単一銘柄ETF

株式一銘柄を対象に、原株の値動きより大きな値動き、あるいは原株と逆の値動きを得ようとする「単一株式レバレッジ型・インバース型ETF」が二二年に新設された（欧州では二〇一八年から存在する）。テスラ、ナイキ、ペイパルなどが対象となっている。投資家は信用取引やデリバティブの利用によっても類似の効果を得られるはずだが、「このETFを利用する方が簡単・便利だ」と指摘する声がある。

また、同じく二二年に単一の米国政府債を組入れる世界初の単一銘柄債券ETFも出現した⁽¹³⁾。

□Bインベストメント社が発行し。当初は三ヶ

月TB、二年債、一〇年債を対象にする三本であったが、二三年八月末現在では五年債、三〇年債などを加えて一〇本になっている。いずれも常に直近発行債を保有し、レバレッジは取り入れない。投資家のメリットとして、金利のベンチマークである直近発行債を簡単・便利に保有できると、毎月分配金が支払われることなどが指摘されている。

②「損失を一〇〇%回避しながら二年間に最大一六%のリターン獲得」を標榜するETF

米国には、特定の指数（通常はS&P500）を対象にして、オプション取引を活用することにより、予め定めた水準までの値下がり回避する（しかし予め定めた水準以上の値上りを放棄する）安定志向型のETFが存在する。「ディファインド・アウトカム」（目標表示）ETFあるいは

は「バッファ」（値下がり緩和型）ETFと呼ばれ、二三年一月時点で一六九本のファンドが存在し、その資産額は二二〇億ドルである。⁰⁴

このETFは一年単位で損失回避率と利益上限率をリセットしていくものが多い。投資家の損益の例を挙げると、あるETFが、ある一年間の値下がり回避率（バッファ）を一五%、利益上限率（キャップ）を一二%と定めた場合、一年後に対象指数が二〇%下がった時には、一五%の損失が回避され投資家の損失は五%となる。反対に対象指数が二〇%上がった時にはキャップの一二%しか利益を得られない。

以上のように、ディファインド・アウトカムETFは、利益も損失も対象指数の一定部分を投資家に提供するものであった。ところが、二三年に新設された「Innovator Equity Defined Protection ETF—2 Yr to July 2025」は、期間を二年に延長

して「バッファアー○○%、キャップ一六・六一%（経費控除前）」を標榜しており、ファイナンシャルタイムズ紙は、「世界初の損失を一〇%防ぐETF」として紹介している。¹⁵⁾

七、今後の展望

(1) 残高は二七年末に一一兆ドル以上へ増加、

三〇年代半ばに従来型を上回る？

PWCは、世界のETF運用会社を中心とする業界関係者（役員クラス）七〇名以上を対象として二二年に行った調査結果のレポート（「ETFs 2027: A world of new possibilities」）を二三年二月に公表した。これによると、回答者の七割が、世界全体のETF残高は（二二年六月の八・六兆ドルから）二七年六月に一五兆ドル以上へ増加し、米国のそれは（六・五兆ドルから）一一兆ド

ル以上へ増加すると予測している。そしてPWCは、今後の世界ETFの成長要因として①個人投資家の需要増加（特に欧州）、②新規参入業者の増加、③アクティブ運用ETFの拡大、④未開拓市場であるアフリカ、中東、ラテンアメリカへの進出を挙げている。

以上はPWCのデータであるが、筆者が米国ETFの資金フローの状況に従来型と比較したところ、一五年から「従来型長期ファンドは資金流出、反対にETFは資金流入」の状況が続いていることは前述した。

そして残高について見ると、米国長期投信全体の従来型とETFの構成比率は二三年八月末現在で従来型七二対ETF二八であるが、将来的にはETFの残高が従来型を超えると想定されている。その時期について、Bloomberg Intelligence¹⁶⁾のように二〇二七年にも逆転すると見る向きもあ

るが、投信調査について定評のあるセラーリ・アソシエイツは、二〇三二年から三六年の間にETFの残高が従来型を上回ると予想している。¹⁷⁾

なお、401(k)などDC(確定拠出年金)市場については、DCが非課税口座であるからETFの税の優位性はないこと、DC口座管理システムがETFに対応していないことなどから、引き続き従来型が利用されると見られる。

(2) アクティブETFがさらに拡大か

商品については、前述のようにアクティブETFが拡大しつつあり、今後増加が見込まれる。

その促進要因が前述した一九九〇年制定のSEC新規則のS-1である。同規則は、それまでETF新設にあたって必要としていた一九四〇年法適用除外申請手続きを一定の要件を満たすETFについて不要とした。これにより発行者がETFの新設

に要するコストと時間が大幅に節減され、ETFへの新規参入が容易になった。特に、(ブラックロック、バンガード、ステートストリートの三社の寡占状態にあるパッシブ運用の世界に比べ)アクティブ運用の方が新規参入のチャンスが大きいと考えられている。また、運用会社の収益性からいっても、アクティブ型であればパッシブETFよりも高い運用報酬を収受できるといったインセンティブがある。モーニングスター社によれば、アクティブETFを発行する会社数は、一七年末に比べ二二年末に四倍に増えた。¹⁸⁾

一方、運用会社にとっては、従来型であれば資金が集まり過ぎたときに本来の運用方針を貫くため新規募集を停止することができ、ETFはそれができないことが短所であり、また運用報酬についても、ETFの標準に合わせるため従来型のアクティブ運用ファンドより下げざるを得ない

という問題もある。

なお、アクティブETFについては、ファンド新設に加え、従来型アクティブ運用ファンドをアクティブETFへ転換する動きも増えそうだ。運用会社にとってETF新設に比べ従来型からの転換が勝れている点は、既に資産があるため急いで新規資金を集めなくてもすむこと、販売にあたって過去の運用実績を利用できることにある。

従来型からETFへの転換は、二一年に初めて行われ、二三年六月までに数十例あり、その資産は七〇〇億ドルを超えた。今後一〇年程度で一兆ドルを超えると予想する向きもある。⁽¹⁹⁾

(3) ダイレクト・インデックシングはETFキ

ラーか

米国で最近急成長しているダイレクト・インデックシングがETFの破壊者（キラー）になる

のではないかという説がある。⁽²⁰⁾

ダイレクト・インデックシング（以下「DI」）とは、個人対象の投資一任口座であるSMA (Separately Managed Account) の器を使って、インデックスを一部修正した独自のポートフォリオを組成・維持するサービスである。投資家が組入れる証券を自己管理することにより、評価損の出ている銘柄を売却（損出し）してキャピタルゲイン課税対象益を小さくするといった節税目的に使われることが多い。

DIは一九年頃から急速に伸びており、PWCが二三年に発表したレポート⁽²¹⁾によれば、世界全体のDI資産残高は一八年末の一、三〇〇億ドルから二一年には四、六二〇億ドルへ三倍以上に増加した。こうした成長の背景には、①端株取引が可能となり、膨大な資金がなくても多数銘柄のポートフォリオを組成できるようになったこと、②株

式売買委託手数料がゼロまたは低率化したこと、
③技術進歩により独自ポートフォリオの組成・リ
バランスが低コストで出来るようになったことが
ある。

さて、DIはETFの破壊者になるのか。

業界関係者の見方としては、DIは主として高
所得者向けのニッチ商品であり（モーニングス
ター社のレッケンタラー氏によれば、米国でキャ
ピタルゲイン税を納税している人は、課税所得八
万ドルの層で一一%、三〇万ドルの層で三五%に
過ぎない²²⁾）、ETFのように幅広い層にオフアー
する商品ではないと考える向きが多い²³⁾。

前掲のPWCレポートは、世界のDI資産残高
が二七年には一・五兆ドルへ拡大すると予測して
いるが、前述のように二七年のETF残高が米国
だけで一一兆ドル以上、世界全体では一五兆ドル
以上と予想されていることと比較すれば、DIは

ETFと正面から競合する商品ではないと考えて
よいのではないか。

八、日本への示唆

(1) 米国の成長要因は日本にはあてはまらないが
：

前述のように米国ETFの成長の背景には、世
界共通の要因に加え米国特有の理由（FAのビジ
ネスモデル、従来型より有利な税制）がある。

一方、日本は欧州と同様にFA（販売業者）の
ビジネスモデルは、現在のところ販売商品の販売
手数料・代行手数料に依存する形になっている。
税制についても、米国と異なり従来型ファンドに
ついて利益の内部留保が可能であり、特にETF
が有利であることはない。したがって、米国の状
況を鵜呑みにすることはできない。

しかしETFの「低コスト、リアルタイムで取引が可能、高い透明性」といったメリットは日本でも共通である。今後、投資家のリテラシー向上、販売業者のビジネスモデルの変化とともに、ETFの需要が徐々に高まっていくことが想定されよう。

(2) 従来型ファンドとの棲み分けをどうするか

ETFの長期的成長が見込まれる中で、日本の投信業界はETFを商品戦略の中でどう位置づけていくか（従来型との仕切りをどうするかなど）を詰めておく必要がある。

このテーマについて、僭越であるが筆者の考えを述べると次のとおりである。

まず、投資家から見た従来型とETFの長所を整理しておきたい。

従来型は、①数万円など小口でも「金額指定」

により一円のムダもなく投資でき、毎月定額投資も可能、②分配金の全額を自動的に再投資できる、③証券会社だけでなく銀行等でも申し込めるといった長所がある、一方、ETFは、前述のように①コストが安い、②株式と同様にリアルタイムで取引可能、③透明性が高いといった長所がある。

この相違を踏まえると、従来型はDC（確定拠出年金）、NISAのつみたて投資枠といった積立投資に向くとと言えるだろう（米国においてもDCについては従来型が利用されていることは前述のとおりである）。また、「退職後に運用しながら引出すプラン」についても、引出し金額の指定が可能なことなどから従来型が適していると考えられる。

これに対しETFは、個人の余裕資金の運用のほか、法人・機関投資家の運用対象として利用価

図表6 従来型ファンドとETFの各マーケットへの適性（一つの考え方）

マーケット		ファンド	従来型ファンド	ETF
個人	DC（確定拠出年金）		○	
	NISA（つみたて投資枠）		○	
	NISA（成長投資枠）		○	○
	その他余裕金運用			○
投資顧問会社	ラップアカウント ロボアド		○ (専用ファンド)	○
法人・機関投資家			○ (私募投信など)	○

〔出所〕 筆者作成

値がある。

なお、NISAの成長投資枠については、投資家の知識・投資経験などに応じ、従来型とETFの両方が対象となると考えられ、ラップアカウント、ロボアドなどの投資一任口座についても低コストで品揃えの豊富なETFのほか、従来型でもコスト面などで遜色のない専用ファンドが対象となろう。

以上の考え方を表にまとめると図表6のとおりである。

(3) 現物設定・現物交換型アクティブETFへの期待

日本でも二三年九月からアクティブ運用型ETFが上場された。しかし、これは米国と異なり、金銭設定・金銭償還型である。

筆者は、前述したETFの長所を十分に生かす

ためには、米国のような現物設定・現物交換型の方が望ましいと考える。その実現のためには関係政令等の変更を必要とするなどのハードルがあるが、近い将来に日本でも米国型のアクティブETFが上場されることを期待したい。

(注)

- (1) "The October 1987 Market Break"
- (2) SPDRは後にSPDRs & P500 ETFに名称変更された。
- (3) 米国に先立ち、一九九〇年にトロント証券取引所に世界最初のETFであるTIP35 (Toronto Index Participation Shares 35) が上場された。
- (4) 以上のETFの起源に関する記述は、State Street Global Advisors "SPY: THE IDEA THAT SPAWNED AN INDUSTRY" January 25, 2013 のセミナー・ジョーンズ・インテックス主催『第十五回ETFコンファレンス』におけるGurjan Chauhan 氏(State Street Global Advisors) 講演資料 "30 years of ETFs: Democratization, Diversification & Acceleration"、www.cfainstitute.org/research/foundation

"A COMPREHENSIVE GUIDETO EXCHANGE=TRADED FUNDS(ETFs)" 二〇一五のp14の記述を参考にした。

- (5) たとえば、あるETFの純資産価値(組入れ証券の時価評価額)が一〇〇の時に、ETFの売りの増加によりETF市場価値が九八になった時には、指定参加者は九八でETFを購入↓これを解約(組入れ証券と交換)↓その証券を一〇〇で売却することにより二の利益を得ることができ。反対にETFの純資産価値が一〇〇の時に、ETFの買いの増加によりETF市場価値が一〇二になった時には、指定参加者は一〇〇で組入れ証券を購入↓ETFを設定(ETF受益証券を入手)↓そのETFを一〇二で売却することにより二の利益を得ることができる。以上のような裁定取引が可能なおから、現物設定・現物交換型ETFの市場価値は純資産価値から大きく乖離しない仕組みになっている。
- (6) Rabih Moussawi, Ke Shen, Raisa Velhuis "The Role of Taxes in the Rise of ETFs" 二〇二〇年二月初版、直近改訂二〇二二年九月。なお、当論文はファイナンシャルタイムズ紙にも紹介された(Steve Johnson "US ETF investors mainly motivated by tax loophole, study shows" Financial Times 電子版 Feb.15, 2021)
- (7) その後キャピタルゲイン税はトランプ政権下で減税され

満三〇歳になった米国ETF—その成長の実態と日本への示唆

- た。
- (8) PwC “ETF 2027: A world of new possibilities” 29 March 2023
- (9) ホーフォリオの全容を指定参加者代表だけに日々を開示し、その他の関係者には四半期毎に開示するのみ。
- (10) 組入れ銘柄名は全て開示するが組入れ比率は実際と若干異なるのみ。
- (11) ICI “2023 Investment Company Fact Book” Data Table 11
- (12) Gave Albert “Investors Favored ETFs vs. Mutual Funds in First Half” efi.com Aug 04, 2023 (底ノートは Cerulli Associates)
- (13) Steve Johnson “First single-bond ETFs look set to revolutionise access to Treasuries” Financial Times 翻十張 AU GUST 9 2022
- (14) Morningstar Manager Research “Defined Outcome ETF Primer” March 2023
- (15) Steve Johnson “First ETF with 100% protection against losses launches in US” Financial Times 翻十張 JULY 18, 2023
- (16) Tidal Financial Group “Lessons in Mutual Fund-to-ETF Conversions” VettaFi ETF Strategist channel Jun 29, 2023
- (17) Michelli Lodge “ETF Sales May Top Mutual Funds in 9 Years” efi.com May 03, 2023
- (8) Bryan Armour “The New Frontier of Active Investing” Morningstar Mar 10, 2023
- (9) Ron Day “Fidelity Converting \$13.5B in Mutual Funds to ETF” efi.com June 29, 2023
- (10) David Stevenson “Direct indexing: Rise of the ETF killer?” Citywire FEB 14, 2023
- (11) PwC “Asset and wealth management revolution 2023: The new context” July 07, 2023
- (12) John Rekenhaller “When Direct Indexing Truly Pays” Morningstar Apr 4, 2023
- (13) Sean Allocca “Direct Indexing May Not Be the ‘ETF Killer’ Everyone Thinks” efi.com Dec 23, 2022

(中ぎた じふじふ・当研究所前任リサーチメンバー)