

## 短期資金で急伸する国内ETF市場

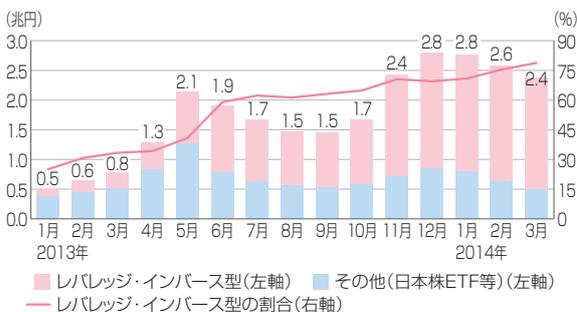
2013年度の国内におけるETF・ETN売買は、レバレッジ型・インバース型の急伸により活況だった。今後は、個人投資家を初めとする長期の資産運用ニーズに応える施策が期待される。

### 活況を呈するETF売買動向

2013年度は国内におけるETF・ETN(以下ETF)の売買が活況だった。立会の売買代金は12月には単月で約2.8兆円となり、年度累計でも約25兆円となった(図表1)。月間で数千億円のオーダーで推移していた2012年度までと比較すると、全く異なる様相だったと言ってよい。

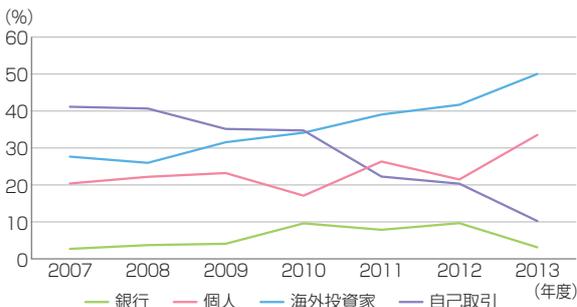
立会外取引やOTCによる取引を含めれば、依然として金融機関等の機関投資家による売買が多く、ETFは現在も機関投資家が中心となって活用するピークルである。しかし2013年度は、個人投資家も急速に存在感

図表1 東証ETF・ETN売買代金(立会内)の推移



(出所) 東京証券取引所の資料を基に野村総合研究所作成 (推計含む)

図表2 投資部門別ETF売買代金のシェア推移



(注) 市場内取引の売買代金シェア  
(出所) 東京証券取引所の資料を基に野村総合研究所作成

を高めた(図表2)。

### レバレッジ型・インバース型が急伸のドライバー

2013年度の売買代金の急速な増加は、日本株ETF等でも見られるものの、最大のドライバーとなったのはレバレッジ型・インバース型と呼ばれるETFである。売買代金に占める割合は急速に上昇し、3月には75%を超えたと見られる。レバレッジ型は、ETFがトラックする原指数(TOPIXや日経平均株価など)の日次リターン<sup>1)</sup>の2倍、インバース型は-1倍等のリターンを提供しようとするもので、内国ETFとしては2012年度に初めて登場した。どちらも、相場観に強い確信を持てるような場合に、信用・先物取引をすることなく、それらと同等のポジションを取れる運用商品として人気がある<sup>1)</sup>。

しかしこれらは、短期の投資アイデアの実現には向くが、長期保有に向くものでは必ずしもない。例えば、レバレッジ型・インバース型のETFは、原指数の水準が結果としては不変であっても、運用期間中に指数値が変動する限り、資産額は傾向的に減価する(原指数に対する累積超過リターンが複利効果分だけマイナスの影響を受ける)<sup>2)</sup>。また信託報酬率も年0.8%程度と、シンプルな指数連動のETFの数倍の水準となっている。

活況だった2013年度の売買動向を支えたのは主としてこうした商品であり、その背後にあるのは回転の速い短期の資金である。投資家の裾野が広がれば、短期の資金であっても純資産は拡大し得るものの、それには必ずと限界があろう。実際2013年度には、ETF残高は5.2兆円から8.1兆円と56%増加したが、売買代金の急伸に比べれば僅かといえる。こうした運用商品は、純資産の観点か

NOTE

- 1) ネット証券等で開設されたNISA(少額投資非課税制度)の口座経由で保有されているETFにも、こうしたレバレッジ型・インバース型がかなり多いといわれる。
- 2) この減価の度合いは、現指数のボラティリティが高いほど、ギア比が高いほど大きい。なお、幾何平均リターンは「算術平均リターン-リターンの分散の1/2」に近似的に等しいので、レバレッジ率が2倍の場合は、元の指数値の水準が結果的に変化しなくても、元の指数の分散に相当する額だけ減価する。例えば2013年のTOPIXの日次リターンのボラティリティがおよそ1.5%であることを参考にすると、1日平均で0.023%程度の減価となる。
- 3) 東証「ETF受益者情報調査」2014年1月。
- 4) 逆に、金融機関の長期保有ニーズに対してはETFは必ずしも低コストではなく、減減率が適用された私募投信の方が安価とされる。

らの今後のETF市場の拡大には寄与しにくい。

### 長期保有のニーズに応えるべき

保有(受益権)ベースで見ても、内国ETF・ETNの7割超を金融機関が占めている<sup>3)</sup>ため、個人投資家の存在感は薄い。しかし、今後の国内ETF市場の成長のためには、個人投資家の長期保有ニーズに応えていくことも重要であろう。実際、ETFは公募投信に比べて信託報酬率が低廉、売買手数料も販売手数料に比べて一般に安価、証券会社を選ばないなど、個人投資家にとっての利点もともと多い<sup>4)</sup>。アクティブ運用をせず、資産配分も自ら決めるといふ個人投資家ならば、合理的に考えてETFを使わない理由は少ない。

ただし幾つかの課題がある。その最大のものはラインナップであろう。近年の充実ぶりはめざましいが、年金などの長期投資家が保有するのと同等の資産クラスへのアクセスが国内のETFを通じて可能かという点、道半ばである。公募投信を補完的に活用して分散を図ることはできるが、そもそもパッシブ運用のファンドが提供されていない資産クラスもあり、アクティブ・ファンドを保有するとなると割高な報酬率を受け入れなければならないのが現状である(図表3)。また、複数の販社を跨いだポートフォリオ管理の必要も生じるだろう。こうした状況は、個人投資家の資産運用をラインナップの豊富な海外上場の外国籍ETFに向かわせ、為替手数料や現地の源泉課税などの点で追加的なコストを被らせることになる。また、分配金の再投資がファンド内でできないことも、公募投信に比べて使い勝手が悪い。例えば米国・カナダ等では上場株式等の配当の自動再投資プログラムが

図表3 代表的な資産クラス別のETFの有無

資産クラス	内国ETF・ETNの有無	公募投信信託報酬率 <sup>(注1)</sup>
国内債券	×	25
国内株式	○	
海外・先進国国債	○	
海外・先進国国債(為替ヘッジ)	×	50
先進国債券(クレジット含む)	×	(105)
エマージング債券(ドル建)	×	(146)
エマージング債券(ドル建、為替ヘッジ)	×	60
エマージング債券(現地通貨建)	○	
海外・先進国株式	○	
エマージング株式	○	
フロンティア株式	○	
ハイイールド債券	×	(135)
バンクローン	×	(58)
J-REIT	○	
世界REIT <sup>(注2)</sup>	△	(55)
コモディティ	○	
VIX	○	

(注1) それぞれ代表的なベンチマーク指数に対するパッシブファンドを中心に抽出。信託報酬率は、DC専用、ラップ口座向けを除くファンドで、低廉なもの例。  
 ( ) 付きの場合は、パッシブファンドがないためアクティブファンドの例。信託財産から支払われるアドバイザー・フィー等を含まない。  
 (注2) 「世界REIT」のETFは米国・豪州の主要2ヶ国の国別のみであり△とした。  
 (出所) 野村総合研究所

提供されており、この制度に適格なETFについては分配金の再投資が可能となっているのと対照的である。

ETF・ETNは流動性、透明性の高さ、低廉なコストから、短期のトレーディングのニーズにも長期の運用ニーズにも応えうる潜在力を備えたビークルである。多くの個人投資家が国内のETFを活用して長期の資産形成を図れる状況を作り出すことで、市場が均整の取れた発展を見せることを期待する。

### Writer's Profile



**浦壁 厚郎** Atsuo Urakabe  
 金融ITイノベーション研究部  
 上級研究員  
 専門は年金資産運用、資産運用ビジネス  
 focus@nri.co.jp