

# 次世代のETF 資産運用会社にETF戦略が必要な理由

2013年11月

本稿は、上場投資信託(ETF)商品、市場インフラや販売、また資産運用会社がETFに関する戦略を必要とする理由について考察するシリーズの一部である。



# 次世代のETF

上場投資信託(ETF)は過去20年の間に驚異的な成長を遂げた。その収益性、インデックス商品市場の充実が原動力となり、2013年8月時点で世界のETF運用資産額は2.2兆米ドルにまで成長している<sup>1</sup>。資金流入が続き、急成長する中で、ETFは大口の米国株式を扱う一つ的手段から、いまや驚くほど多種多様な資産クラスや戦略を持つ膨大な商品群に変貌している。

<sup>1</sup> ETFGI, 10/4/2013





## エグゼクティブサマリー

近年の資産運用業界における数多くの変化の中で、ETFは最も大きなインパクトをもたらした商品の一つである。ETFの成長はまだ始まったばかりに過ぎず、もし現在のトレンドが続く、アクティブ投資を行うアクティブETFが市場に受け入れられてETF市場をリードしていくならば、ETFの運用資産額は業界関係者が予測するように、今後3年から5年間で5兆米ドルにまで成長する可能性がある。

一方、順調なトレンドや楽観的展望があるとはいえ、従来通りのアプローチに依存しては今後の成功を望むことは出来ない。新たなプレイヤーの市場参入に伴い、多種多様な新しいETFや投資資産が組成されてきている。最初の発展段階が終わりを迎えるにつれ、多くのファンドの資金が流出し始め、スポンサーは商品ラインの整理を行う必要も出てくると考えられる。

ETFは今、次の成長段階に差し掛かっている。コミッションベースからアセットベースの報酬に移り変わっていく流れの中で投資アドバイザーはますます銘柄選択ではなくアセッアロケーションに焦点を当てるようになっている。エクスポージャーの管理において、特に投資アドバイザーがより戦術的なアプローチを採用し、より細分化された資産クラスに基づく一層カスタマイズされたアロケーションモデルを適用する上で、ETFは有効な手段となっている。無論、ETFの成長は投資アドバイザーのみによるわけではない。機関投資家の顧客基盤は今後一層多様化し、保険会社、ヘッジファンド、個人投資家などに広がってETF資産の成長に大きく貢献することが期待される。ETFの活用方法にも変化が見られ、投資家はETFをメインの投資対象とすることもあれば、特定のセクターのポジションへの投資、または運用方針の変更に伴うトランジションマネジメントなどのために用いることもあると考えら

れる。これまでのETFの発展の大部分は米国におけるものだったが、今後はこれがグローバル規模で展開し、とりわけアジア・ヨーロッパにおいて急速に成長すると予想される。

アクティブETF市場は徐々に拡大し、さまざまな用途のきっかけとなり、また広範な顧客基盤に受け入れられることになると考えられる。そのためには、アクティブETFの足かせとなってきたポートフォリオの透明性にかかる規制上の課題に対する画期的なソリューションが必要になる。アクティブETFはスタイルボックス投資において定着したトレンドの代替にはならないと思われる。ファンドのスポンサー全てがアクティブETFから利益を得るわけではない。既に人気のあるカテゴリーにおいてスポンサーがアクティブETFに参入したとしても、投資家の間で人気のない資産クラスまたは戦略に資産が流れる可能性は低いと考えられる。

成長に伴う課題は避けられないものである。例えば、ETFの場合もパフォーマンスのトラッキングエラー、取引決済や流動性などについての懸念が持たれている。規制上の課題、オペレーショナルリスク、テクニカルな理解の不足などが需要に影響するセグメントもあると考えられる。それでもETFは資産運用業界においてますます大きな役割を果たすようになると予想される。ETFはかつて業界に大きなインパクトを与えたが、アクティブETFが主要マーケットセグメントを牽引していくならば、再び市場にインパクトを与えることになると思われる。ETFにより環境が再び大きく変わるならば、資産運用会社も仲介業者も、市場における大きな変化に対応するための戦略策定について考える必要が出てくる。

## ETFの急速な発展

20年前に投資業界に登場した当初はその存在は大きくなかったものの、ETFは急速に広まり、もはや無視できない商品へと成長した。

ETFは個人投資家、仲介業者、機関投資家にとって数多くの魅力的な利点を持っており、それがETFの急激な発展につながった。ETFの利点として次の五つが挙げられる。

1. 流動性
2. 透明性
3. 低コスト
4. 税効率
5. 日中の値付け

従来の投資信託(ミューチュアルファン)と比較すると、ETFは多くの投資家にとってより優れた商品である。これは特に、銘柄選択よりもアセットアロケーションに重きを置く最先端の投資アドバイザーに当てはまる。ポートフォリオ運用の責任を負い、エクスポージャーおよびリスクを動的に管理する必要がある投資アドバイザーにとって、ETFは優れたツールである。

プロの投資家の多くは、ETFを非常に魅力的であると考えている。近年のオルタナティブ投資への需要の高さからETFは多くのヘッジファンドにおける戦略実行に利用されてきている。

ETFの成功に貢献したその他の要因としては、投資データが公開され、より広く利用可能になったことが挙げられる。ETFの発展はコスト削減のシビアなニーズ、インデックス投資という投資哲学／戦略の広まりとも関係している。流動性と透明性に対する需要は金融危機の余波を受けてピークに達し、ETFは投資家の求める商品として存在感を示すこととなった。

ETFは地理面、時価総額、産業セクター、信用度、デュレーションなどの多くの面で、ポートフォリオのエクスポージャーの調整手段となる。ETFは戦術的投資、サブ投資としての利用のみならず、戦略的投資、コア投資としても利用可能である。ETFは低コストで効率的な運用に対するニーズを満たすだけでなく、ETFパッケージのように、より複雑な戦略を求める投資家たちのニーズにも応じられるようになってきている。

ETF市場の過去20年間の驚くべき成長は、今後グローバルの投資業界において、ETFがより一層重要な地位を占めることになる十分な根拠となる。

図 1. 主要な商品ローンチおよびマイルストーン

1993	• SPDR S&P 500 launched by State Street
1995	• US ETF assets reach \$1B
1996	• Single country ETFs introduced
1998	• Sector ETFs introduced by State Street
2000	• iShares introduced by Barclays
2001	• Vanguard enters ETF market with VIPERs
2002	• First bond ETF from BGI
2003	• Fidelity enters ETF market
2004	• SPDR Gold Shares becomes first commodity ETF
2006	• Inverse and leveraged ETFs launched by ProFunds
2007	• Allocation & target date ETFs from multiple firms
2008	• First actively managed ETF launched by Bear Stearns
2009	• Schwab launches first ETF
2010	• ETF assets hit \$1 trillion
2011	• First bear market ETF
2012	• PIMCO launches Total Return ETF

出典: Wall Street Journal, Strategic Insight, 9/25/2013

## 主要な進展

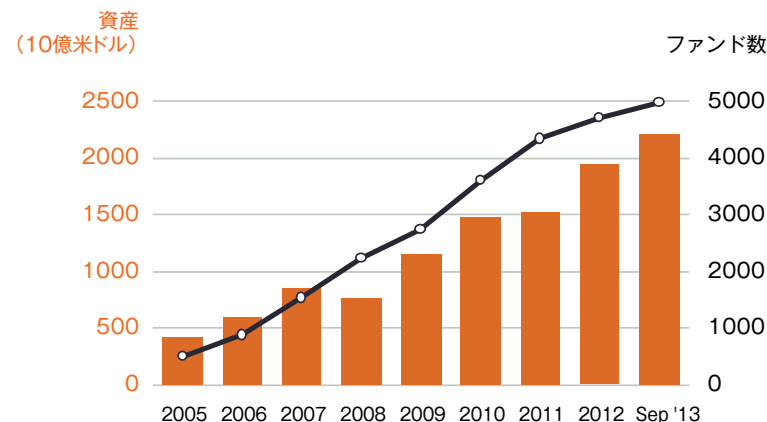
2013年8月現在、世界で5,000近くのETFおよびETP（為替取引商品）に2.2兆億米ドルが投資されている（図2）。これは世界金融危機後の5年間でほぼ3倍に増加したことになる。米国のETFは世界のETF資産の70%以上を占めており<sup>2</sup>、米国市場が相対的に成熟していることを裏付けている。資金流入もこの数字と一致しており、年初来の米国における資金流入は世界のETFへの資金流入の76%となっている。

ヨーロッパはETFの第二の市場だが、その資産は米国ETFの4分の1である。

ヨーロッパ市場が直面している最大の問題は、米国とは異なり単一の市場ではないという点である。中央決済機能がないため、ヨーロッパのETFは米国のETFに大きく差をつけられている。（図3）

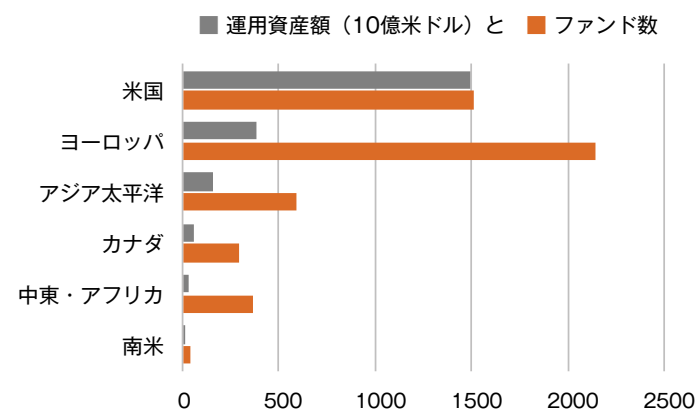
ETFは2013年中、アジアでも急速に成長したが、ヨーロッパ同様に市場が断片化されているため、ファンド数が相対的に多いと言える。政府間の協力の進展や需要喚起を目指す政策の増加により、アジアでの成長はさらに加速することが予想される。

図 2. 世界のETFおよびETP



出典: ETFGI, 10/4/2013

図 3. 世界のETFおよびETP



出典: ETFGI, 8/31/2013

<sup>2</sup> 米国市場は他のETF市場に比して成熟しており、世界合計の大きな割合を占めるため、他のマーケットのデータが入手不可能な場合には、産業全体データの代替として米国のデータが使用されている。

ETFは、米国株式への投資手段として20年前に登場した。他の株式市場ファンド、特定セクター株式専門のファンドが間もなくそれに続き登場した(図4)。課税対象債券ETFは10年前に登場したに過ぎない。続いて商品ファンドやオルタナティブファンドがすぐに登場した。地方債ファンドやバランス型ファンドは最も新しい商品であり、米国市場で6年前に導入されたものである。

各資産クラスへの資金流入総額は、ファンドの歴史の長さとおおよそ比例している。例えば、米国の株式ETFは過去20年間にわたりほぼ4000億米ドルを集めた一方、他のETFは過去8年間に640億米ドルを集めている。年間平均流入額は、米国株式ファンドの200億米ドルから地方債ETFへの20億米ドル未満に至るまで幅があることから、ますます細分化していくという資産クラスの特徴が明らかである。

ETFの世界で最も待望されていた進展の一つは、アクティブ運用ファンドの導入である。後述するさまざまな構造的障壁に関わらず、アクティブ運用ファンドは2008年以来市場に入り込んできている。138億米ドルが米国で運用されており、米国市場のETF資産の約1%を占める(図5)。過去5年に導入されたファンドに限定して見ると、アクティブファンドはさらに大きな割合を占めており、その期間に販売された全ETFの資産額の7%を占めている。

既存のETFビジネスが成熟段階に達しつつあるため、アクティブETFの普及は非常に重要である。ETFの販売が大きく伸びている一方で、これまでにないペースで償還がなされている。最大市場であるアメリカでこれまで以上の資金流入があるにも関わらず、市場が徐々に過密化することにより、2012年には記録的な数のETFの償還が報告された<sup>3</sup>。結果として一部のETFスポンサーはファンドのラインナップを整理しており、2013年の上半期に世界で117のETFが運用を終了している<sup>4</sup>。

図 4. 大まかな資産クラス別のETFの正味資本流入

	存続年数	正味資本流入 累計額 (十億米ドル)	年度平均 正味資本流入 (十億米ドル)
米国株式	20	398.5	19.9
国際株式	17	255.8	15.0
課税対象債券	11	216.5	19.7
セクター株	15	151.7	10.1
コモディティ	9	87.6	9.7
オルタナティブ	8	63.7	8.0
地方債	6	10.9	1.8
バランス型	6	2.5	0.4

出典: Strategic Insight, Morningstar, 12/31/2012

図 5. アクティブETFとインデックスETFの資産対比

	アクティブ 運用資産額	インデックス 運用資産額
全 ETFs (\$)	\$13.8 B	\$1,425.7 B
2008年以降販売 (\$)	\$13.8 B	\$181.4 B
全 ETFs (%)	1%	99%
2008年以降販売 (%)	7%	93%

出典: Strategic Insight, 6/30/2013

アクティブETFはまだその初期段階にあるが、既にその影響が出始めている。

<sup>3</sup> Strategic Insight, Simfund, 30 September 2013.

<sup>4</sup> Arash Massoudi, "ETFs Close in Record Numbers despite Industry Boom." Financial Times 7 July 2013.

## 最新動向

### 銘柄選択 から アセットアロケーションへ

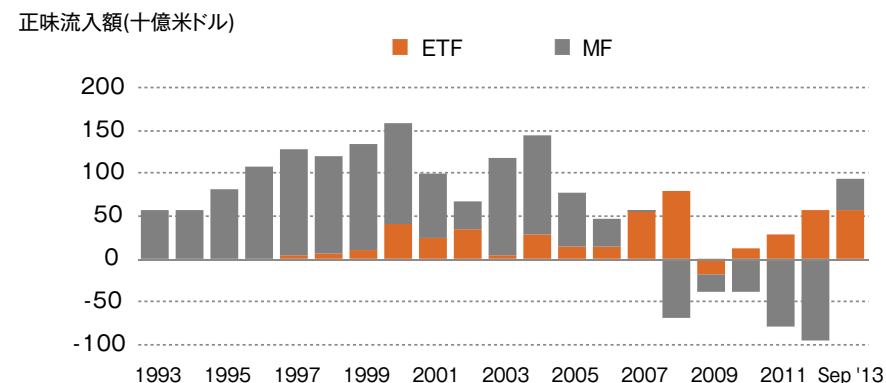
米国拠点の投資アドバイススタイルが報酬ベースのモデルに移行するにつれて、投資アドバイザーはますますポートフォリオマネジャーの役割を果たすようになってきている。この変化は、ETFの初期の発展と同時に起こっており、ETFは投資アドバイザーにとってクライアントポートフォリオをカスタマイズするための簡便かつ効果的な手段になった。ETFは、世界中の無数の資産クラスにおいて、便利でコストパフォーマンスや流動性が高く、多様化したエクスポージャーを提供することにより、銘柄選択重視からアセットアロケーション重視という変化をもたらしている。

この変化は特に、銘柄選択による利点がほとんどない巨大な流動的市場において顕著である。例えば米国株式ETFは、同カテゴリーで連続5年にわたる資産流出が続いていたミューチュアルファンドに取って代わりつつある(図6)。

2013年の第3四半期までの期間に米国市場で367億米ドルの資金が米国株式に投資するミューチュアルファンドに流入しているが、同カテゴリーにおいて575億米ドルがETFに流入している。これはミューチュアルファンドへの流入額の1.6倍となっており、ETFはミューチュアルファンドに取って代わりつつあることが見て取れる。

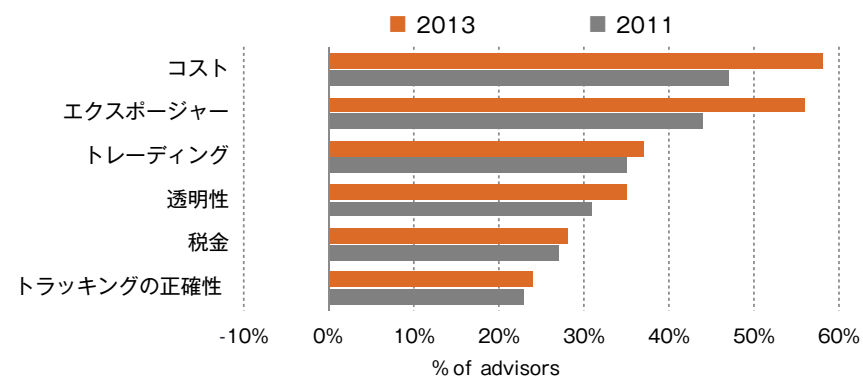
図7は投資アドバイザーから見たアセットアロケーション手段としてのETFのニーズを示している。すなわち、流動性、透明性、税効率などの要素も投資アドバイザーにとって魅力的であるが、最も魅力的であると考えられているのは、保有することで特定のエクスポージャーを実現することができるというETFの特性となっている。この特性に対するニーズは業界の拡大とともに大きくなり、低コストであるという理由に代わり、投資アドバイザーたちがETFを利用する最大の理由となつつある。

図6. 米国株カテゴリーにおいてETFはミューチュアルファンドに取って代わりつつある



出典: Strategic Insight, 8/31/2013

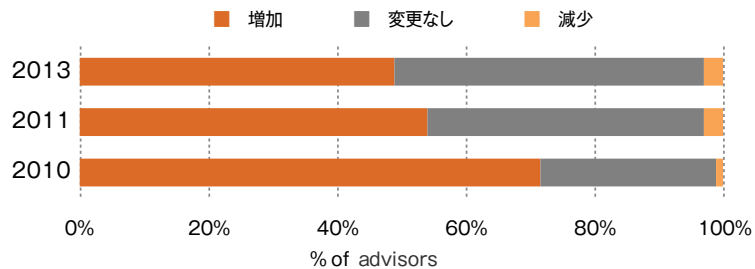
図7. 投資アドバイザーがETFを利用する主な理由



出典: Wealth Management, 2013 Advisor Benchmarking RIA Trend Report



Figure 8. ETF 利用予定の成長の鈍化



出典: Wealth Management, 2013 Advisor Benchmarking RIA Trend Report

ポートフォリオレベルでアルファ（アクティブ運用によるリターン）を生むためのベータ（インデックス運用によるマーケットリターン）構成要素としてETFを利用するという考えは魅力的であり、投資アドバイザーによるETFの急速な採用を促した。しかし、ETFを利用する投資アドバイザーの増加につれ、ETF市場の成長は必然的に鈍化する。2年前であれば71%の投資アドバイザーが今後短期間にETFの一層の利用を考えているが、今ではそう考える投資アドバイザーは49%にすぎない（図8）。

投資顧問市場が成熟し成長が鈍化したとはいえ、銘柄選択からアセットアロケーションに向かう大きな流れは、ETFの革新的な利用方法と相まって、引き続き継続すると思われる。ETFを利用したアロケーションファンドが既に導入されており、セパレートリー・マネージド・アカウント（SMA）、年金、他のラップ商品におけるETFの利用拡大が予想される。

### より多くのセグメントでの利用

ETFは非常に汎用性の高い手段として、ますます多くのセグメントにおける支持者を増やしている。

機関投資家はこれまでもETFの大口利用者だったが、ETFの利用方法は変化しつつある。多くの機関投資家はETFを主にトランジション・マネジメント・ツールとして利用し始めたが、今ではコアアロケーション手段に適した長期保有投資と見ている。このような進展は、機関投資家セグメントにおけるETFの展開にとって大きな意味を持つ可能性がある。

2012年にはETFまたはETPあるいはその両方を保有する機関投資家は50カ国で3,400近くになっており<sup>5</sup>、これは7年前にETPを保有していた機関投資家の数のほぼ2倍となる。機関投資家の9割が2013年中にETF投資割合を維持するか、または引き上げる予定である<sup>6</sup>。

<sup>5</sup> ETFGI, "Institutional Users of ETFs and ETPs 2012," 27 September 2013.

<sup>6</sup> Greenwich Associates, "Institutional Investors' Relationship with ETFs Deepens," Q2 2013.



投資アドバイザーやヘッジファンドはETFへの機関投資のおよそ90%を占めている<sup>7</sup>。最大の保有者はグローバル金融機関であり、これらの金融機関はしばしばマーケットメイキング活動と大規模な投資顧問ネットワークとを結び付けて考えている。大手証券会社の自らの位置付けが単なるブローカーからプラットフォーム提供者へと徐々に転換するにつれ、ETFも成長し続けると考えられる。

一部の大規模ヘッジファンドは10億米ドル以上のETFを保有しているという報告がある。大量の金を保有するJohn Paulsonのようなヘッジファンドの戦略的ポジションとして保有されることもあれば、コンピュータシステム・トレード・ファンドの保有するETFのように、その時々状況に対応した戦術的な投資の一部ということもある<sup>7</sup>。

財団や大学基金も、最大級の投資グループとはならないまでも、ETFへの投

資をかなり早い段階で開始した。より戦術的なアロケーションモデルの採用が増えるにつれて、このセグメントにおけるETFの利用は増加する可能性がある。ハーバード大学は既に5.61億米ドルのETFを保有している<sup>7</sup>。

ETFは機関投資セグメントにおいてますます成長してきているが、退職金マーケットでの成長は遅れている。ミューチュアルファンドは既に年金制度のために設計された低コストのシェアクラスを有しており、年金制度の帳簿システムもミューチュアルファンド向けに調整されていることを考えると、これも驚くことではない。また、退職金マーケットにおいてはETFの税効率の高さも優位性を持たない。

とはいえ、ETFに適さないとして退職金マーケットを選択肢から外すことは正しいとは言えないと考えられる。他のセグメントよりも取り込みにかかる

時間は長いかもしれないが、退職金制度はいずれETFプロバイダーにとって重要な市場になる可能性がある。種々のアクティブ運用のターゲット・デット・ファンドやターゲット・リスク・ファンドは既に米国の確定拠出型制度において展開されている。確定給付制度においても、この時流に乗ってETFが利用されており、2009年から2013年の期間にその利用は25%以上増加している<sup>8</sup>。このような方法でETFを利用する投資家の3分の2以上が北米の機関投資家であることから、世界の他の地域での機関投資機会の規模が見て取れる。

退職金マーケットにおいて、ETFが成長してきている一つの分野は年金マーケットである。このマーケットにおいてはコストが高すぎるものがしばしば批判されてきたことから、低コストであるETFの成長に拍車がかかっている。しかし、ETFがアクサ、プルデンシャル、メットライフ、トランスアメリカといった種々の

年金プロバイダーにとってサブアカウントの魅力的なオプションとなっている一番の理由は、ETFがより先端的な戦略やアロケーションモデルに適合する可能性を備えているという点である<sup>9</sup>。

年金マーケットに加え、保険会社もまたETFスポンサーにとって魅力的な潜在顧客である。ETFは潜在的に保険会社がバランスシート上で保有する資産として適しており、保険会社に広く受け入れられるならばETFスポンサーにとって見込みのある新たな機会となる。

<sup>7</sup> Chris Flood, "ETF 'Treasure Map' Revealed," Financial Times, 22 September 2013.

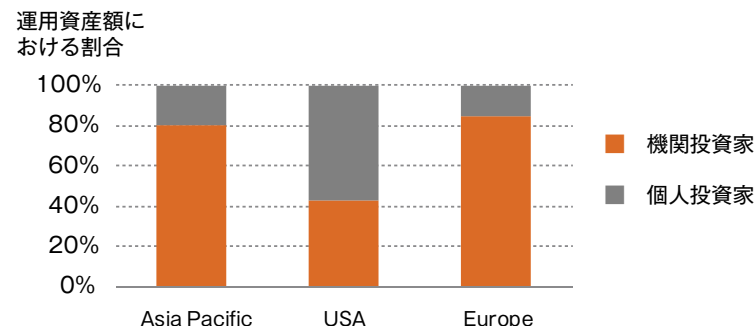
<sup>8</sup> Create Research, "アセットアロケーション- Leaders, Laggards and Newcomers: 2009-2013," 16 September 2013.

<sup>9</sup> Jackie Noblett, "ETFs Tapping Retirement Market Via Variable Annuities," Financial Times, 4 August 2013.

リテールセグメントも、グローバル規模で見ると検討に値すると思われる。米国の個人投資家は既にETFを利用しており、ETFのリテールセグメントによる運用資産額は全体の半分以上を超えている(図9)。ヨーロッパやアジアにおけるリテールセグメントにおけるETFの普及ははるかに遅れているが、今後の規制上および政策上の変化によりETFのリテールセグメントにおける利用を後押しするものと思われる。世界全体で見ると、自家運用資産の約4%しかETFに投資されていないことから、この市場には潜在的に大きなマーケットが存在していると言える<sup>10</sup>。

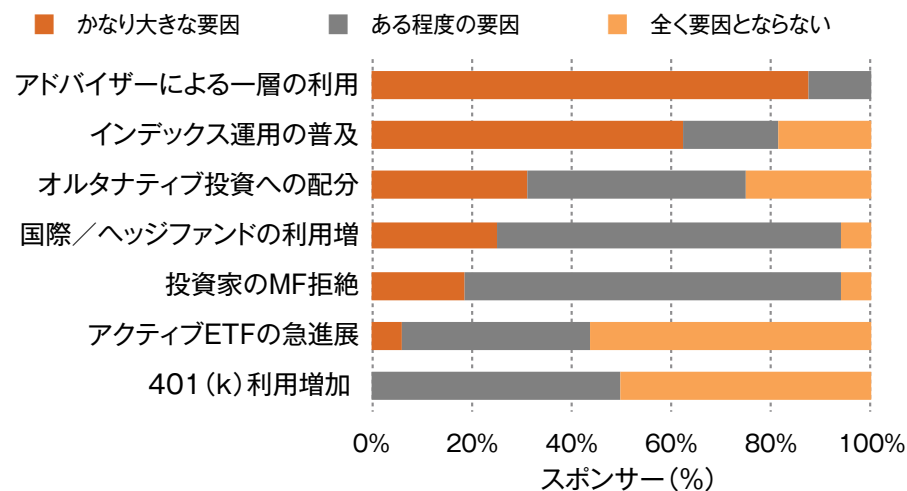
ポートフォリオにETFを保有する世帯は、ETFを持たない世帯に比べて高収入で多額の資産を有する傾向が既に見られている<sup>11</sup>。大勢の裕福な個人投資家によるETF利用に何もハードルがないことを考えると、投資アドバイザーを利用する個人投資家、自ら運用を行う個人投資家のいずれの市場においてもETFの普及が見込まれる。ETFスポンサーは特に、投資アドバイザーによるETF投資の増加について楽観的な見方をしており、スポンサーの9割は、投資アドバイザーによる一層のETFの利用とそれによるETFの今後の大きな成長を期待している(図10)。

図 9. 地域別ETF利用



出典: Deutsche Bank, 8/31/2013

図 10. ETF スポンサーの予測する成長要因



出典: Cerulli Associates, 12/31/2012

<sup>10</sup> Dodd Kittsley, "US ETF Assets Could More than Double by 2017," ETF Database, 19 June 2013.

<sup>11</sup> Investment Company Institute, "2013 Investment Company Fact Book," 30 April 2013

## インデックス型から アクティブ運用へ

パッシブ投資戦略がより広く受け入れられるにつれてETFの人気の高まったことは、偶然の一致ではない。ETFはインデックス型と非常に密接に連動しているため、どちらが先に人気の高まったのかはわからない。しかし、驚くべき成長にもかかわらず、インデックス商品は米国のファンド資産全体の4分の1にも達していないことから、大半のETFは未開拓の大きな市場を残していると言える。

「アクティブETF」と入力して検索してみれば、アクティブ運用ETFやその可能性について多くの議論が交わされていることが分かる。対処が必要な構造上の課題もあり、日次ポートフォリオの透明性にかかる要件にかなりの抵抗があるが、既存のアクティブ運用管理会社の数を考えれば、アクティブETFの導入に伴って、大手プレーヤーも含め、さらに多くの運用管理会社が投資家や投資アドバイザーの注意を引くべく競合することになると考えられる。アクティブETFの成功を実証できれば、著しい成長が始まると予想される。

一部のファンドマネジャーはすでに準備を済ませている。これまではそれらの運用会社は債券商品で最も成功を収めてきた。いまやPIMCOはアクティブETF資産の最大シェア、つまり全米マーケットの138億米ドルの資産のうち62%にあたる85億米ドルを占めている<sup>12</sup>。2012年に旗艦ファンドであるトータル・リターン・ファンドETF版を打ち出して以来、PIMCOのアクティブETFへの資金流入は他の資産管理会社全てを併せたものよりも多くなっている<sup>12</sup>。PIMCOの七つのアクティブETFに競合相手がいなかったというわけではない。他のさまざまなファンド運用会社が既に62種のアクティブETFを投資家に提供し、証券取引委員会(SEC)にアクティブETFの販売に必要な免除規定(exemptive relief)を申請してはいるものの、現時点ではまだアクティブETFを導入できていない多数の運用会社も存在している(図11)。

アクティブETFには既に多くの種類が存在している。債券ストラテジーは当初採用されたものの一つだった。アクティブETF商品が今後もさらに多様化し、国債も社債もすべて包含し、信用度も高利回りから投資適格レベルまでにまたがり、また地理的エクスポージャーも先進市場から新興市場までの広がりを持つようになるためには、SECの認可が必要である。ヘッジファンドのオルタナティブ戦略についても同様に、透明性にかかる課題が解決されれば、人気を呼ぶと思われる。

図 11. 設定済み／準備中アクティブETF

設定済みアクティブETF	認可済み待機中
iShares	Fidelity
Cambria	T.Rowe Price
Advisor Shares	Franklin Templeton
Wisdom Tree	John Hancock
First Trust	Legg Mason
State Street	Federated
PIMCO	

出典: Strategic Insight, Simfund, 6/30/2013

<sup>12</sup> Strategic Insight, Simfund, 30 September 2013.

アクティブETFは依然として資産の非常に小さな部分を占めるに過ぎず、幾つかのファンドに極度に集中している。新商品の販売は引き続き高い資金流入を後押ししているが、アクティブETFが長期的にどれほどの速度で成長できるかについてはしばらく見守っていく必要がある(図12)。株式エクスポージャーに関して投資家が低コストの投資を選択し続ける間は、短期的なインパクトは債券、オルタナティブ、特殊資産クラスに限定されるだろう。

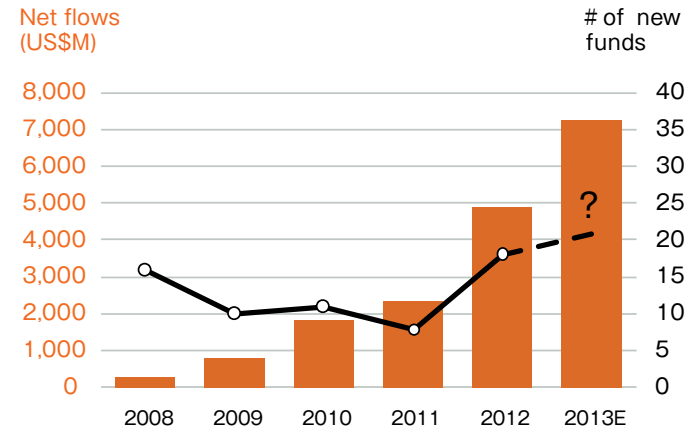
注目すべき兆候を示す以下の二つの分野で、従来とは異なる方法によりアクティブ運用がETFと結び付けられている。

「アクティブ」運用にとって最も先が明る分野の一つは、バリュエーション、ボラティリティや他の指標に基づいて生成された、従来とは異なる加重方法または売買シグナルに依存する、高度なインデックス技術化への動きかもしれない。「スマートベータ」ファンドとも呼ばれるこれらのタイプのファンドは、どのインデックスがETFと連動可能かについての規制緩和により組成可能になる。インデックス自体が一層アクティブになるにつれ、インデックスに連動するファンドは急増することが予想される。

この新しいトレンドの良い例が2013年8月にMSCIの公表したMSCIクオリティ・ミックス・インデックスの組成である<sup>13</sup>。この複合的インデックスは、MSCIのクオリティ・インデックス、ミニマムボラティリティ・インデックスおよびバリュー・ウェイトド・インデックスに対し均等加重されたエクスポージャーからなっている。

アクティブETFまたは準アクティブETFがいかに成功するにせよ、最も重要なタイプのアクティブ運用はプロダクトレベルでは行われたいかもしれない。ETFストラテジストは比較的新しいタイプのプレーヤーで、ETFに大きく依存する運用ポートフォリオを提供しており、概して資産の半分以上をETFとして保有している。ETFストラテジストは運用ビジネス界で最も速く成長している部類に入り、Windhaven Investment Management (Charles Schwab & Co. のユニットの一つ) や F-Squared Investments のような会社がリードしている。2013年初頭には既に、730億米ドルの資産を運用する600人余のストラテジストが存在している<sup>14</sup>。ETF自体はこのようなアプローチに適するものだが、これらストラテジストが提供するアセット・アロケーション・サービスが最終的に、投資家にとって追加のコストに見合うものと見なされるかどうかはまだ分からない。

図 12. アクティブETFの販売



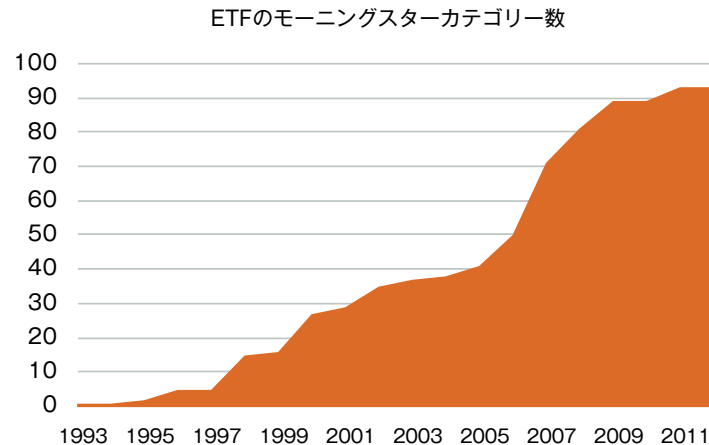
出典: Strategic Insight, 6/30/2013

<sup>13</sup> Rebecca Hampson, "MSCI Launches New Quality-Mix Indexes, IndexUniverse, 6 August 2013.

<sup>14</sup> Andrew Gogerty, "ETF Managed Portfolios Landscape Summary," Morningstar, 4 June 2013.



図 13. 資産クラスカバー範囲



出典: Strategic Insight, 12/31/2012

## 一層の競合と 一層のカスタマイゼーション

アクティブETFが登場したのは、伝統的なパッシブ運用のETFにおいて、実質的に考え得る全ての資産クラスがファンド形式で取り扱い可能であることが注目されるようになってからだった。ETFが導入されて最初に根ざした米国では、当初一種類だった資産クラスが20年後には93カテゴリーに増大している(図13)。

新規参入者の中には、すでに確立したETFスポンサーと競合するのは難しいという見方もあるが、市場は拡大を続け、新規プレーヤーや新商品を受け入れている。ETFの資産クラスは単なる株式からはるかに拡大し、数年前であれば奇妙であると考えられたようなカテゴリーも含むようになっている。

ほとんどのタイプの伝統的なロングオンリー型のエクスポージャーは、これまでのファンドにより利用されているのに対して、オルタナティブ投資戦略は最近組成されたファンドに一層活用されている。過去5年間のETF業界の新しいファンドカテゴリーには銀行ローン、ベアマーケット、転換債、レバレッジドローン、マルチオルタナティブ、マーケットニュートラル、ロングショートエクイティなどがある。

資産クラスが今や広範にわたっているのみならず、さらに広いカテゴリーにおいて非常に多くのプレーヤーが存在している。世界的に見ると、51のプロバイダーが運用する480ファンドにおいて、それらのETFの運用資産額は5億米ドルの台を超えている<sup>15</sup>。2009年には、5億米ドルを超えていたのは45のファンドスポンサーによる340ファンドに過ぎない。この期間に、最も成熟したETF市場において最も大きな変化が起こったことは注目に値することである。米国では、2009年に15の運用会社による179ファンドが5億米ドルに達していたが、2013年9月現在では27の運用会社の317ファンドが5億米ドルに達している<sup>16</sup>。

市場はまだ飽和していないかもしれないが、競争が激しいことは確かである。その結果、プレッシャーが増大している。新商品の登場により、ポートフォリオのエクスポージャーは既により精緻に管理可能になっている。この流れからすると、進出先の新たな資産クラスがなくなり、市場が終わりを迎えるのを待つよりもむしろ、自らインデックスを作成すること(セルフインデクシング)の認可が後押しされる可能性がある。論理的に考えれば、次に来るべき進展は、ETFの一層のカスタマイゼーションである。

<sup>15</sup> BlackRock, "ETP Landscape: The 12 Surprises of 2012," 12 December 2012.

<sup>16</sup> Strategic Insight, Simfund, 30 September 2013

## グローバル商品と グローバル市場

ETFはこれまでで最も広範に利用されている金融商品の一つである。2013年9月30日現在では、世界中のETF（およびETP）資産は2.2兆米ドルを超えており、212のスポンサーの提供する4,982ファンドに投資されている。また57の証券取引所において10,019の商品として取引されている<sup>17</sup>。

投資家や投資アドバイザーは、自らのニーズを満たすETFをさらに求めている。一部の新興市場では、携帯電話の普及に似た形でETFが広まった。伝統的なファンド商品のエクスポージャーには限度があるため、新たな富裕層はミューチュアルファンド投資の段階を飛ばして最初からETFに投資することを選択している。これは固定電話を買わないで携帯電話を使うのと似ている。

予期せぬ要素によって成長が促進されることもある。例えば、日本銀行は資産購入計画の推進の過程で、ETFへの主

要な投資者となってきた。日銀の政策委員会は、株式ETFの保有を2014年までに350億米ドル以上までに増額予定であることを公表している<sup>18</sup>。

一方、依然として米国市場に業界の重心が置かれていることには疑問の余地はない。米国ETFは世界のETF資産の70%を占めているのみならず、他の地域のファンドが米国市場に参入してきている。中には自国で上場しているETFを購入せず、米国で上場しているETFを選択する海外投資家もいる。それら海外投資家は、ファンドのカストディアンにおける保管が可能である限り、米国の規制制度、運用上のインフラ、市場流動性に安心感を感じている。業界においてニューヨーク証券取引所のETF取引のうち、かなりの部分が外国投資家によるものであると言われている。

---

17 ETFGI, "Global ETF and ETP Growth," 4 October 2013.

18 ETF guide, "Guess Who's Piling into Stock ETFs? Central Bankers," 22 May 2013

## バイ・アンド・ホールド戦略から タクティカルモデルへ

世界中を巻き込んだ金融危機の影響が残る中ではとりわけ安心感を持てる  
ことが重要と言える。多くの投資家は  
金融危機の影響から立ち直ったが、今  
後、その時の教訓を忘れることはないだ  
ろう。

2008年の市場流動性の消失以来、  
多くの投資家が、個人投資家であれ機関  
投資家であれ、流動性リスクに注意を  
向けている。株式の塩漬けを最低限に  
し、可能な限り頻繁に流動性のより高い  
金融商品を選択している。

また、どの市場においてもセーフハー  
バーなどないという事実も、変化を促す  
別の要因になっている。投資家と投資

アドバイザーは市場相関を研究し、これ  
までになく投資の多様化を重視してい  
る。全体のエクスポージャーを一層効果  
的に管理するべく、これまでよりも多様な  
資産クラスを組み込むようになっている。

加えて、上記の二つの要素の結果、  
さらに顕著な行動様式の変化が起こっ  
た。バイ・アンド・ホールド主義への執  
着が数十年も続いた後、ますます多く  
の投資家や投資アドバイザーが、動的  
なリスク管理をめざして、状況に合わせ  
たより戦術的なスタンスを取るようにな  
ってきている。

米国市場では、人口変化の圧力によ  
りこのトレンドが一層強まった。ベビー  
ブーム世代の退職の波が数年後に迫っ  
ているが、彼らは他の市場の暴落により

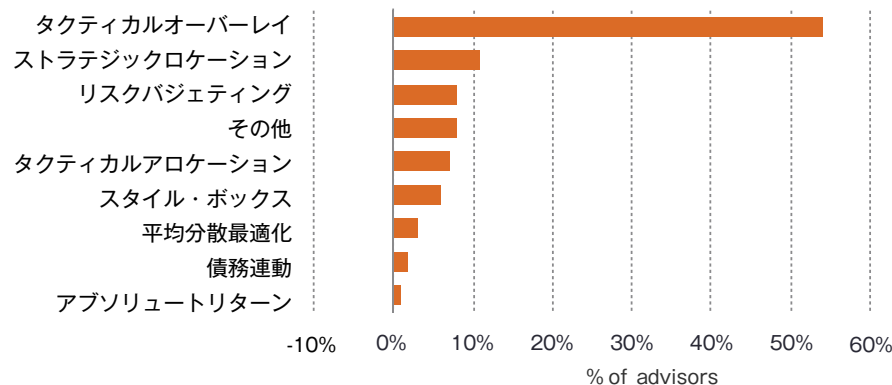
自分たちの資産が目減りしていくのを  
黙って見ていることはできない。何とし  
ても損失を最低限にとどめるべく、たと  
え利益の見込みを幾分犠牲するとしても、  
できるすべての手段を講じようとするだ  
ろう。

投資アドバイザーの半数以上が、ク  
ライアントのポートフォリオ管理にタク  
ティカルオーバーレイを使用している  
(図14)。さらに7%の投資アドバイ  
ザーは、専らタクティカルアロケーショ  
ンを使用していると報告されており、こ  
れは合わせると6割超のアドバイザーが  
程度差はあれ状況に応じた戦術的な  
投資を行っていることになる。

タクティカルオーバーレイに充てられ  
るポートフォリオの割合は多様であり、  
非常に小さな割合のこともある。とはい  
え、ETFはそのコストパフォーマンスと  
流動性がゆえに、しばしばこの種の取引  
には理想的なツールとなっている。

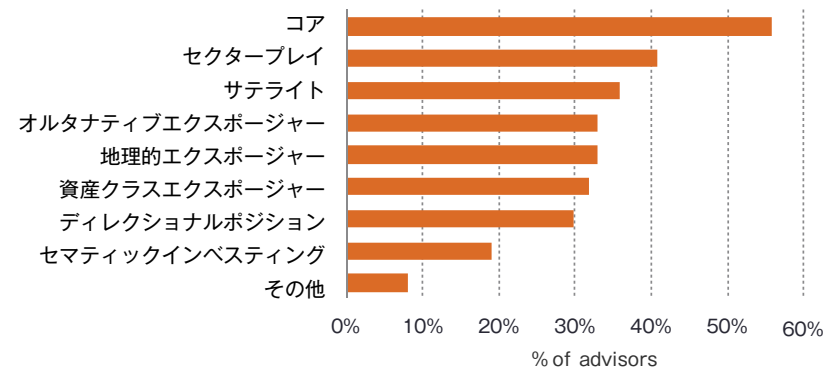
これは、バイ・アンド・ホールドアプ  
プローチが消え去ろうとしていることを意  
味するのでもなければ、ETFが戦略的  
保有に適さないということでもない。戦  
術的なアプローチが根付いてきたとい  
え、大半のポートフォリオは戦略的  
コア資産を保有し続けており、実はそれ  
こそがETFの最も一般的な運用方法で  
ある(図15)。より洗練されたヘッジ  
戦略を組み入れたETFが一般的になる  
につれ、戦略的コア資産としての利用  
は強化されると思われる。

図 14. アドバイザーのポートフォリオ構成メソッド



出典: Cerulli Associates, Investment Management Consultants Association, Advisor Perspectives, 12/31/2012

図 15. ポートフォリオにおけるETFの戦略的役割



出典: Wealth Management, 2013 Advisor Benchmarking RIA Trend Report

## 成長のための課題

ETFの投資商品としての固有の利点を考えると、その成長に障害はないかのように思われるが、実はETFの成長を潜在的に妨げる五つの障害が存在している。

### 退職金マーケット

一部のセグメントにとっては他のセグメントより、ETFはより魅力的な商品となる。ETFの主要なメリット(例：低コスト、流動性、税効率)は、確定拠出年金の市場では限定的なものになってしまふ。全ての確定拠出年金(DC)資産の半分以上がミューチュアルファンドの形で保有されているため、この点は重要である<sup>19</sup>。

DCセグメントに進出していないETFスポンサーは当然ながら、この2.7兆米ドルの市場に取り組むことを望んでいるし、DCセグメント向けに商品を準備している。401(k)プラットフォームサポートおよび商品拡充は主な、またはある程度重要な課題であると、4分の3以上のETF運用会社は述べている<sup>20</sup>。しかし

ターゲットデート型ETFおよびターゲットリスク型ETFによるDC市場への最近の参入からは、これといった成果は見られない。この市場ではミューチュアルファンドが既に大きな役割を果たしているため、一部の運用会社はほとんど利益を出せていない。DC市場ではETFの販売が容易ではないことに気付いており、不透明な機会に対し多く投資しすぎることを警戒する慎重な運用会社もある。

### テクニカルな理解の不足

これまでETFが無条件に成功を収めてきた投資アドバイザーのセグメントでも、ETFの成長が鈍化する可能性がある。調査会社のCerulliによれば、流動性と取引高についての誤解がETFの資産成長を妨げている。Cerulliの調査に応じたスポンサーの70%近くが、投資アドバイザーは多くの場合、ETFの取引高を実際の流動性と同一視し、低ボリュウムファンドへの／からの大きなポジションの変更の妨げになるという誤解を持っていると言っている。

ほとんどの投資アドバイザーは自分

がETFについて精通していると考えているが、彼らでさえ上記のような知識のギャップを持っていることを考慮すると、明らかにさらなる啓蒙活動が必要と考えられる。ETFスポンサーが、この啓蒙の責任を負うことになる可能性があるが、人々を説得して誤解を正すのはただでさえ難しい上、説得する側がその商品の売り手である場合にはそれはなおさら難しくなる。

### アクティブETFの構造的障害

一部の運用会社は既にアクティブETFの設定に必要ないくつかの手続を踏んできたが、アクティブETFに課される上場基準はパッシブETFのような一般的なものではないため、プロセスは依然として容易ではない。よってETFスポンサーは各アクティブETFポートフォリオについてForm 19b-4に基づき認可を得る必要があり、SECの認可を取得するには、申請が過去に事例があるものかどうかによって異なってくるが、一年あるいはそれ以上かかる。

日々の透明性の問題もまた、アクティ

ブETFにつきまといっている。特に四半期ごとにミューチュアルファンドのポートフォリオを開示することが求められている伝統的な資産運用会社にとって問題となる。ETFスポンサーの半分以上は、透明性の問題はアクティブETFの発展を阻む主要な、またはある程度重要な問題となっている、と回答している<sup>20</sup>。

アクティブETFにより課される運用上の課題からは、最大級の資産運用会社(通常は自社運用)でさえ、これらのファンドに対する管理上また会計上のリソースを十分に有していない場合があることが見て取れる。アクティブETFのポートフォリオには、ミューチュアルファンドと比較して、より頻繁かつ迅速な変更が必要とされる。日常的なバスケットファイルの速やかな生成には、セントラルデータベースの設置も必要と考えられる。

19 Investment Company Institute, "2013 Investment Company Fact Book," 30 April 2013

20 Cerulli Associates, "ETFs and Retail Alternative Products and Strategies 2012," 2013



## オペレーショナルリスク

ETFは比較的新しいタイプの金融商品であるため、その運用インフラもまだ整備段階にある。現時点までは一定の機能を果たしているが、サービスモデルはETFの成長や革新を後追いする状態が続いている。ETFのオペレーショナルリスクについては長い間、議論がなされており、このような健全な議論がETFに適応したプロセスや技術の強化に対する継続的な取り組みを促すと思われる。ETFに関連するオペレーショナルリスク（現実に顕在化しているリスクおよび認識された潜在的なリスク）の多くは下記のカテゴリーに分類される。

### 1. フェイルトレード

業界では、ETFは他の種類の証券に比べてフェイルトレードが多いという誤った共通認識がある。

ETFは、独特な発行／償還プロセスを採用しており、マーケットメーカーは新規発行や償還に追加で3日が与えられている。その結果、ETFはほとんど

の投資家になじみ深い3日を超えて決済され、SECにより後からフェイルトレードとして報告されている。従って、このような混乱は理解できなくはないが、残念なことである。

### 2. オルタナティブ投資

過去数年間、一部のETFは流動性の高い上場証券市場から発展し、ヘッジファンド投資ストラテジーにまで拡大している。SECの職員が2013年2月に、この分野をSECの2013年調査における重点分野として取り上げており<sup>21</sup>、当該職員によれば、具体的には、(i)レバレッジ、流動性、評価方針、業務が規制を遵守しているか、(ii)役員会、コンプライアンス人材、バックオフィス部門に適切な人員と予算が充てられ、新しいストラテジーを実行する権限を得ているか、(iii)ファンドは規制に遵守した方法で投資家に販売されているか、が評価される。

### 3. 流動性

ETFは通常、流動性が極度に高い環境で運用されているが、市場で極端

な事象が起こった場合の反応についてはいくらかの懸念が存在する。多くのETFには2社かそれ以上のマーケットメーカーが存在するが、極端に流動性の低い市場では2社では十分でない可能性がある。この懸念は、小型株、新興市場債券、多種多様な債券のような取引高の少ない市場においては深刻である。金融調査局(OFR)は、ETFの株式市場サービスプロバイダーとそのパートナー(マーケットメーカーや指定参加者)が、どのようにマーケットストレスや乱高下に対処するかについての研究は非常に大切になると述べている<sup>22</sup>。

### 4. 取引先リスク、インフラリスク、商品リスク

ETFがさらに多くの投資プラットフォーム、退職プランや年金投資に利用されるようになるにつれ、資産は今日の2.2兆米ドルから数年以内に5兆米ドル以上になり、現在のインフラや監督体制がうまく機能するか試されることになる。ETFは他で発生した金融ショックを伝染させたり増幅させる可能性があるという

事実がOFRホワイトペーパーで指摘された<sup>22</sup>。ミューチュアルファンド業界は、市場や経済問題の範囲において弾力的に対応できると証明されているが、ETFのインフラは比較的新しく、現在まだ莫大な金額の資産を持ちつつも、その機能が試されている段階にある。

21 Securities and Exchange Commission, Office of Compliance Inspections and Examinations, "Examination Priorities for 2013," 21 February 2013.

22 Office of Financial Research, "Asset Management and Financial Stability," September 2013

## 5. トラッキングエラーにかかる懸念

これは運用成績がその連動するインデックスと一致しない時に起こる。これは珍しいことではないが、資産クラスまたはファンドによってかなり差がある。トラッキングエラーは手数料、取引コスト、有価証券の流動性、インデックスの変更などが原因となる。これがアンダーパフォーマンスやオーバーパフォーマンスをもたらすのだが、アンダーパフォーマンスとなることの方が一般的であり、当然、投資家にとっても一層の懸念事項になる。2013年以降、ESMAはヨーロッパのETFに対し、トラッキングエラーをシステム報告して開示することを義務付けているが、米国にはこのような要求は存在しない。

## 規制上の障壁

規制当局は投資家や市場にとってのリスクを理解し管理することを目的とし、ETFを特に緻密に調査してきた。一部の制限や規定が緩和される段階には到達したものの、規制上の課題の一部は依然として、世界中のほとんどの市場に存在している。

米国では、SECは依然としてETFのデリバティブ使用に懸念を示している。最近のETFではデリバティブ使用に対する禁止は解除されているものの、SECはファンドの役員会が定期的にデリバティブの使用について、また投資アドバイザーがデリバティブの使用についてどのように評価し管理しているかについて、レビューおよび承認を行うことを求めている。デリバティブ使用についての開示も、SECルールおよびガイダンスに従う必要がある。

SECが重視する別の分野として、ヘッジファンド戦略の使用、カスタムバスケットの使用およびマーケティングコンプライアンスなどがある。

ヨーロッパでは、欧州証券市場監督局により、ETFに対して、トラッキングエラー、効率的ポートフォリオマネジメント、デリバティブの使用などを含む多くの分野で追加の開示要求が課されている。

日本、中国およびアジア市場の政策立案者は投資の奨励を非常に重要視している。しかし、少なくとも一つの未解決事項がアジアにおける資産成長を阻んでいる。それは、香港と中国本土間の相互承認の問題である。その問題が解決されるならば、相互承認に基づき、香港の資産運用会社がETFを中国の小口投資者に直接販売できるようになるだろう。

## ETF ストラテジーの必要性

ETF は既に多くの方法で投資業界に変化をもたらしてきた。投資アドバイザーのポートフォリオ構成テクニックにおける大転換を促進し、機関投資家には革新的なタクティカルツールを提供し、伝統的な販売モデル以上の拡大を続けてきた。

これはほんの始まりに過ぎず、今後、運用資産の世界市場において、ETF が一層普及し、さらなるプロバイダー、ユーザーの参入が促進される。マーケット参入者はどのようにしてこの新環境で勝ち残る準備をしていけばよいのだろうか。

### ノウハウの収益化

ETF は投資界に大きなインパクトをもたらしてきたかもしれないが、根本的には投資ノウハウにおけるパッケージの一種に過ぎない。業績の良いどの資産運用会社も、何らかのタイプについてのノウハウを有している。問題は、ETF がますます普及する世界において、いかにしてその知識を最善の方法で活用するかということになる。

多くの資産クラスは既存のETFにより既に参入されているが、参入機会はまだ存在している。ETF についてのノウハウを収益化する方法を以下に挙げる。

1. 市場の事象をうまく利用するオポチュニスティック型商品
2. 年金またはアロケーションファンド形式でのパッケージソリューションの構成要素としての利用
3. アクティブ運用の、ETF を用いた利益追求ストラテジー
4. 既存のスタイルボックス商品をETF形式に再パッケージする方法

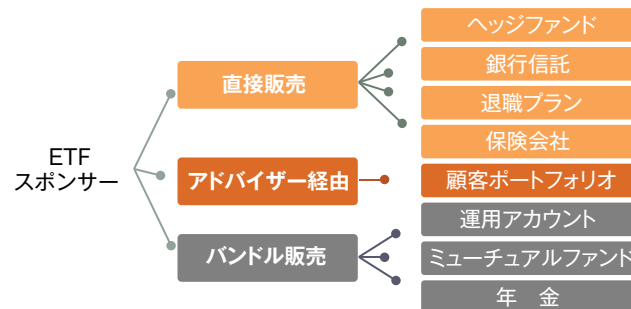
どの方法をとるにせよ、資産運用会社は、拡大中のETFエコシステム(販売プラットフォーム、データベース、ポートフォリオ・マネジメント・ツールや投資者教育など)と連携をとる必要がある。

## サービスの差別化

ETF 市場はこれまでしばらくの間、先行参入者により独占されていたことは否めない。2013 年 8 月末現在では ETF スポンサーのトップ 5 (iShares、State Street、Vanguard、Power Shares および DB/x-trackers)<sup>23</sup> によってグローバルの資産の 4 分の 3 以上が占められていた。また ETF スポンサーの 6 割は、先行参入者による市場の独占により、他のプレーヤーの機会はほとんどなくなっていると考えている<sup>24</sup>。しかしこの点を「主要な」課題と位置付けているのは ETF スポンサーのうち比較的少数であり、大半は「ある程度の」課題と捉えていることから、差別化したプロバイダーとしての市場でのポジションを獲得するためにリソースを注ぐことを惜しまない新興の資産運用会社には、まだ多くの道が残されているであろうことが分かる。

投資アドバイザーは既にコア資産の多くを ETF に転換しており、アクティブ運用者の活躍の場が奪われたが、ETF がイノベーションの次のステージに進みつつあることから、現在の状況は変化しつつあるのかもしれない。一方で、ETF の他の多くのセグメントにおける普及はまだ徹底的になされているとは言えない。業界大手や革新的な新興企業と競争していくためには、慎重に市場をセグメントごとに細分化し、差別化した商品や選択した流通チャネル(図 16)に適したサービスを提供していく必要がある。

図 16. ETF 流通チャネル



出典: Alphahut, 2013

<sup>23</sup> ETFGI, "Top 5 ETF and ETP providers ranked by global assets at the end of August 2013," 23 October 2013

<sup>24</sup> Cerulli Associates, "ETFs and Retail Alternative Products and Strategies 2012," 2013.



## コンテンツマーケティングの活用

ソートリーダーシップとコンテンツマーケティングは、投資業界においてますます大きな役割を果たすようになっていく。透明性や認知度の高まりに伴い、伝統的なマーケティングは効果がないと見なされ、通用しなくなる可能性がある。代わりに、ますます多くの会社は自らの考察を共有して知見を示すことで、示唆に富むリサーチを求める投資家や投資アドバイザーの注意を引き付け、資産を引き出そうとしている。

このようなアプローチはETFに非常に適している。ほとんどの投資アドバイザーはETFの利用方法についてはよく理解しているが、テクニカルな詳細事項や最新の商品開発についてまでは完全に理解していないかもしれない。特に最新の商品についての理解はポートフォリオ構築にとって非常に重要であるため、革新的なETFプロバイダーは、彼らの商品をさまざまな顧客戦略にどのように効果的に組み込むことができるのかを投資アドバイザーに説明し、関心を引き起こす必要がある。

投資家の教育はとりわけアジアにおいて効果を発揮すると考えられる。アジア

では、取引高の大きいETFの方が流動性が高いという誤解のために国内商品の成長が妨げられてきた。結果として多くのアジアの投資家の間では、しばしば米国など国外のファンドで取引高の大きい商品が人気となっていた。

投資家への啓蒙により、資産の成長を促すことに加えて、ETF業界にファンドごとの特徴付けをすることができると考えられる。ミューチュアルファンドにはこれまで常に、運用するファンドにブランド価値や商品性や他のさまざまな特徴が与えられてきた。一方、ETFにおいて今日に至るまでファンドごとの特徴が投資家に認識されていない。効果的なコンテンツマーケティングによってこのギャップを埋めることが可能かもしれない。

## 規制上の要求を十分に活かす

さまざまな国において規制当局が何を認可し、何を奨励するかによって、それぞれのマーケットは異なった発展を遂げる。投資会社がそれぞれのマーケットで成功を収めるには、規制上の要求の変化に敏感である必要がある。一部の会社は、他社よりも率先して規制当局の動きをモニタリングし、当局とコミュニケーションを取り、新しい規定の理解に

つとめている。世界的な規制環境の展開にあわせて慎重に方針を調整することにより、一部のETFプロバイダーは大きな競争優位を得ることができるかもしれない。先駆者のアドバンテージが顕著な場合には特にそう言える。

## 需要の発掘

ETF資産が多くの手運用会社に集中しているとはいえ、業界は飽和しており機会はない、と結論付けるのは正しくない。

例えば米国でETFは、好況な投資アドバイザー市場においてうまく組み込まれてきたが、ミューチュアルファンドが投資アドバイザーの取り扱い資産の37%であるのに比べて、ETFはアクティブ、パッシブの両戦略併せてもまだ7%に過ぎない<sup>25</sup>。これは、最も成熟したマーケットセグメントにでさえ、かなりの市場機会が存在することを示唆している。

同様に、自家運用している投資家の4%しかETFを利用していないが、この数字は2008年から見ると倍になっており<sup>26</sup>、この勢いで普及が継続すればさらに数十億米ドルもの資産がETFに

流入し得ることを意味している。

ETFが新たなセグメントに受入れられたのは、ETFの新たな利用方法が発見されたからかもしれない。一番よくある考え方は、ETFをコア資産やタクティカル・トレーディング・ツールとするというものだが、ETFはさらにトランジションマネジメントやキャッシュの均等化、リバランシング、リスクマネジメントのツールとする事も可能である。例えば、大量の債券から構成される債券アロケーションを少数のETFに集約することも可能である。さらには機関投資家のポートフォリオにおける流動性確保のツールとする事も可能である。

障害は多々あるかもしれないが、ETFは退職プランにおいてもそれなりの牽引力を得つつあるようである。アロケーションファンドはETFの展望においては依然として未成熟な分野である。ターゲットリスク型、ターゲットデット型およびグローバル・アロケーション・ファンドについてはいずれも、恐らくまだ考え出されていない特殊な形で、今後急速に拡大する可能性がある。

<sup>25</sup> Dodd Kittsley, "US ETF Assets Could More than Double by 2017," ETF Database, 19 June 2013

<sup>26</sup> Dodd Kittsley, "US ETF Assets Could More than Double by 2017," ETF Database, 19 June 2013.

多くの機関投資家はまだETFを利用していないが、実際にはどのセグメントにも先駆者的な例外が存在するものである。保険会社、確定給付プラン、財団法人、基金などは今後も、コスト削減、フレキシビリティ、あるいはポートフォリオ管理能力の改善を目的として、ETFの活用法を見い出していこう。コンサルタントやアウトソーシングモデル関連者は、自身のアセット・アロケーション・テクニックを補うためにETFを活用すると思われる。

上記のセグメント全てに将来性が見込まれる。また、機会はグローバルなものであることも考慮に値する。米国はETF資産の70%を占めるかもしれないが、投資家が自国のマーケットで入手可能な商品に対する自信を持つことができるようになり、通貨リスクや時差の面からメリットがあれば、この状態は変化するだろう。アジアの投資家は米国ETFを選ぶ傾向があるが、アジアの市場は10年前の350億米ドルから今日では1,500億米ドルにまで拡大している<sup>27</sup>。そのうち大半の資産が機関投資家によ

る投資であることを考えると、アジアマーケットにおける個人投資家の残高増加の機会は相当なものである。ヨーロッパにおいても同様の成長が見込まれる。

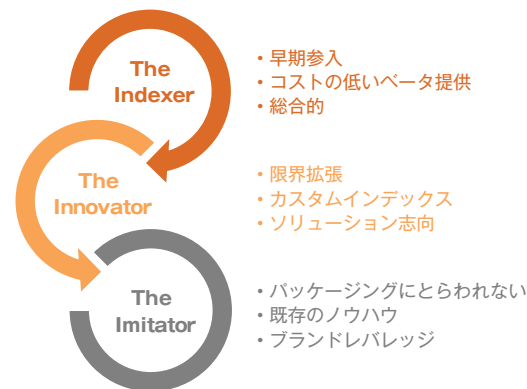
ETFスポンサーにとって需要自体は問題とならないはずだが、各セグメント、チャネル、地域別の需要を個別に考慮する必要はあるだろう。例えば、日本人の単身男性とオランダの財団法人ではETFについて異なる考え方をするだろう。ニッチ商品も大切だが、同じく重要なのはニッチマーケティングである。

#### 商品ではなくソリューションを

ETFストラテジーの成功の鍵は、商品が個人、アドバイザー、退職プランや他のタイプの機関投資家のニーズにどのように応えることができるかを明確に思い描くことにある。

ごく近い将来に競争に参加しようとしているETFプロバイダーは、以下の三つのカテゴリー(図17)のうちの一つに該当することになるだろう。

図 17. ETFスポンサーの三つのタイプ



出典: Alphahut, 2013

究極的には、個人も投資アドバイザーも、退職プランも、機関投資家も皆、商品ではなくソリューションを求めている。

<sup>27</sup> Financial Times, "Education Key to Asia ETF Growth, Say Providers," Financial Times, 6 September 2013

インデクサーは既に非常に際立った存在になっている。これら業界大手は既に、コストの低いベータの提供者として自らを位置付け、一般的にはパッシブなエクスポージャーを広範囲の資産クラスに提供しており、どこでも通用する強いブランドを持っている。彼らの弱点は、インデクシングとの強いつながりかもしれない。アクティブ運用のETFという新しい市場への参入が阻まれる可能性があるからである。

一方、イノベーターには上記のような問題は存在しないかもしれない。これらの会社は伝統的なインデックス商品の面では活躍できていないが、新しいタイプの商品に向かうならば競争に参加することも可能になるだろう。既存の枠にとらわれず、斬新な方法でプロダクトセットを拡張することが戦略上必須となる。ソリューション志向のカスタムインデックス利用とETFストラテジーとの強固な関係が、これらの会社の基準となるだろう。また第一波のインデクサーの一部はイノベーターへと進化すると思われる。

ETFビジネスに関与していないアクティブ資産運用会社は、イミテーターとして業界に参入すると考えられる。ポートフォリオの日次開示の基準を満たすことができるのであれば、自社のアクティブ運用商品をETF形式に作り変えることが可能であり、強力なブランド力とマーケティング予算を活用して業界に大きなゆさぶりをかけることになる可能性がある。

ETFの将来をどう考えるかが、個々のイデオロギー上の見方に一部影響されることは避けられない。銘柄選択と個人の才能を重視する人々にはETFは革命的とは見なされないだろう。一方、スタイルボックスよりもソリューションを重視する人々はETFの将来をもっと楽観的に見ている。全てはまだ初期的段階にあり、世界のアセット・マネジメント・ビジネスにおいて最も早く成長しているこの分野で、どのタイプが最も成功を収めるのかについての判定はまだ下されていない。

---

## お問い合わせ先

あらた監査法人  
03-3546-8450 (代表)

Declan Byrne  
パートナー  
080-3493-6617  
declan.d.byrne@jp.pwc.com

辻田 大  
パートナー  
090-6492-5789  
dai.tsujita@jp.pwc.com

榎原 康太  
シニアマネージャー  
080-9400-2877  
kota.sakakibara@jp.pwc.com

[www.pwc.com/jp](http://www.pwc.com/jp)

PwCは、世界157カ国に及ぶグローバルネットワークに195,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスの提供を通じて、企業・団体や個人の価値創造を支援しています。詳細は [www.pwc.com/jp](http://www.pwc.com/jp) をご覧ください。

PwC Japanは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社(あらた監査法人、京都監査法人、プライスウォーターハウスクーパース株式会社、税理士法人プライスウォーターハウスクーパース、PwC 弁護士法人を含む)の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、アドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

本報告書は、PwCメンバーファームが2013年11月に発行した「The next generation of ETFs - Why every asset manager needs an ETF strategy」を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

電子版はこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/report.jhtml](http://www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/report.jhtml)

オリジナル(英語版)はこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/us/en/asset-management/investment-management/publications/exchange-traded-fund-strategies.jhtml](http://www.pwc.com/us/en/asset-management/investment-management/publications/exchange-traded-fund-strategies.jhtml)

日本語版発刊月： 2014年11月      管理番号：I201407-4

© 2014 PwC. All rights reserved.  
PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.  
This content is for general information purpose only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.