

米国機関投資家がETFを選択する理由

T&CファイナンシャルリサーチUSA
シニアストラテジスト

和田 康志

Koshi Wada

世界全体での運用残高が昨年末に1兆ドルを突破するなど、ETFへの資金流入の勢いが続いている。中でも「ETF先進国」米国では、分散投資のツールとして個人投資家、機関投資家双方の間でETFが幅広く浸透している。世界最大のETFとして知られるSPDR S&P500 ETFがアメリカン証券取引所に上場されたのは1993年のこと。それから17年。米国のETF市場はどんな変貌と拡大を遂げてきたのか。とりわけ「機関投資家がなぜETFを利用するに至ったのか」を中心に、NYを拠点にETF市場をウォッチし続けている、T&CファイナンシャルリサーチUSAの和田康志氏にレポートしてもらった。



大手指定参加者の トレーディングルーム

暮れも押し迫った昨年12月のある早朝、米系大手証券会社のETFトレーディングルームを訪ねる機会に恵まれた。

「朝は特に忙しい。毎朝、上場している全てのETF(800銘柄超)について構成銘柄や構成比を最新データに更新し、チーム内で徹底しないといけないからね。『昨日使ったデータは全て捨てる』ってしょっちゅう怒鳴っているんだ」とは、案内役を買って出たチーフETFトレーダーの弁だ。

米国では全てのETFの開示内容は前日の取引終了後、21時頃までに全米証券清算会社(NSCC)を通じ各

金融機関に届けられる。最新の構成銘柄データでなければ、日中純資産高(intra-day net asset value)が正確に計算できず、効率的な裁定取引ができないだけでなく、コンマ数秒単位で取引する顧客を逃がしてしまうのだ。

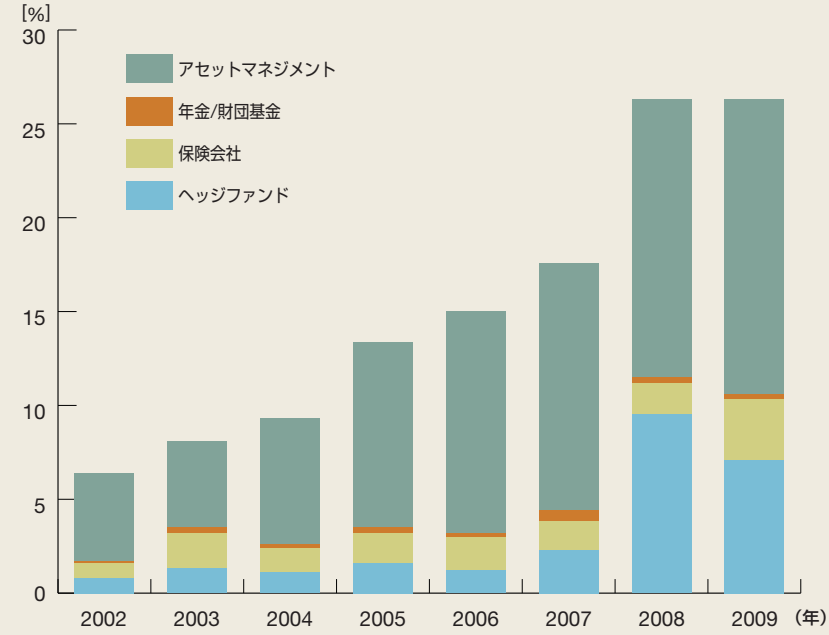
「我々が受け取る注文の6割以上は、ヘッジファンドやフラッシュトレーダーと呼ばれる投資家たち。このため、ETFトレーディングチームをヘッジファンド向けトレーディングチームの隣になるように、近頃配置換えしたばかり」と、同氏は続ける。米国ETF市場を動かす主役がこれらの機関投資家になりつつあることを示す、“現場レベル”の事例の一つ

といえるだろう。

米国機関投資家の ETF市場参入を促した要因

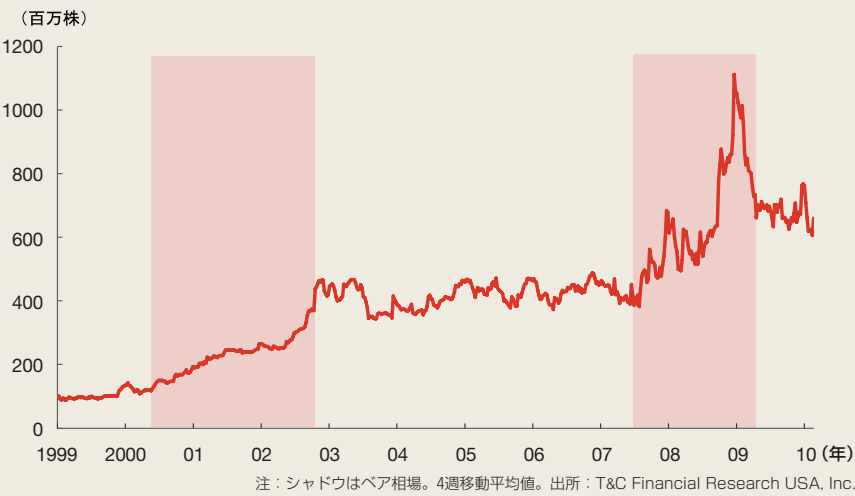
米国ETF市場がこのような状況へ急激に変化したのは、せいぜいこの3年ほどのことである。例えば、米国最大のETFであるSPDR S&P500 ETF(ティッカー:SPY)、通称スパイダーズの発行済み株数に占める機関投資家の保有比率を公開資料に基づいて推計すると、2006年まではせいぜい1割強程度であった。それが2007年頃から一気に拡大し、足元では3割弱程度まで拡大しているものと見られる(次ページ図1:SPY機関投資家保有比率)。

図1 SPYの発行済み株数に占める機関投資家*の保有比率



*証券会社や銀行等は指定参加者や管理会社としての役割を踏まえここでは「機関投資家」に含めない
注：欧米機関投資家による報告書(13F、13D、Schedule等)集計による推計値。いずれの年もQ1の数字。
出所：T&C Financial Research USA, Inc.

図2 SPDRトラストシリーズ1の発行株数の推移



注：シャドウはベア相場。4週移動平均値。出所：T&C Financial Research USA, Inc.

それではなぜ、2007年頃から、米国の機関投資家によるETFの利用が急増したのか？ここでは3つの要因を指摘しよう。

まず、この時期サブプライムローン問題がじわじわと拡大し、リスク管理の観点からETFが積極的に利用され始めたと考えられる。ETFは空売りの規制も無く、限月交代も無いことから、機動的に利用できるヘッジの

ツールとして特に下げ相場で利用が高まる傾向がある。

実際、SPYの出来高や発行済み株数は2001~02年や2007~08年の大幅下落相場の時期に急増している。相場下落にもかかわらず株数が増加しているのは、この時期SPYを利用する投資家が拡大した事を示している(図2: SPYの株数推移)。

次に、2007年頃までにおおむね全

ての資産クラスが網羅され、ETFを利用した資産アロケーションが可能になったことである。

いわゆる主要資産クラス(国内株式/債券)以外の資産に連動するETF数は全体の23%(05年末)から34%(07年末)まで拡大。ちなみに09年末は同比率が42%まで高まっている。主要な指数のみならず、様々なセクターETF、国別ETFが拡充され、ETFのみを利用した資産アロケーション、セクターアロケーションがより広範囲で可能になったといえる(図3: ETFカテゴリーの広がり)。

三点目は「アルファとベータの分離」という概念が実務面でも定着し始めたこと。この概念の普及により、「いかにアルファを獲得するか」のみならず、「いかに安価に、かつ上手にベータを活用するか」という点についての投資家の意識が高まった。

この文脈で捉えるならば、ETF業界が投入した新しいタイプの商品であるレバレッジ/ショート型ETFは、ベータ活用のツールとして実に見事なタイミング(2006年6月)で登場したといえる。多くの問題点が指摘されながらも、レバレッジ/ショート型ETFの取引は依然として活発である。投機的な側面があるのも事実だが、ベータの活用という観点でこれらのETFが便利、かつ安価に使われている面も否定できない。



図3 2007年までに資産クラスが網羅された米国ETF市場

2005年末	ロング型	レバレッジ型	ショート型/レバレッジショート型	2007年末	ロング型	レバレッジ型	ショート型/レバレッジショート型
株式(ブロードインデックス)	70	0	0	株式(ブロードインデックス)	115	15	27
株式(セクター/テーマ)	90	0	0	株式(セクター/テーマ)	170	11	11
グローバル株式	48	0	0	グローバル株式	154	0	0
債券	6	0	0	債券	44	0	0
コモディティ	2	0	0	コモディティ	30	1	0
通貨	1	0	0	通貨	13	0	1
その他	0	0	0	その他	6	0	0

出所：T&C Financial Research USA, Inc.

「透明性」「流動性」重視の流れが投資家のETF利用を後押し

2008年の金融危機、いわゆるリーマンショックの発生は、ETF市場にも短期的なショック、すなわち単月での純資金流出(09年2月)という事態をもたらした。しかし1年を経て振り返ってみると、金融危機は機関投資家のETF利用に一層の拍車をかける要因になった可能性が高い。

まずは年金基金や大学基金等の長期投資家について言えば、金融危機を経て、より「透明性」を重視する傾向を強めている。金融危機の一因ともなったCDO、CLO等の証券化商品は、リスク・リターン特性が複雑を極め、機関投資家といえどもこれらを正しく理解した上で投資をしていたかといえば、疑問が残る。

またヘッジファンドやLBOファンドなどのオルタナティブ投資についても、投資先資産の最新の状況を正確に把握することは難しく、短期間で

大きく変動する相場環境では機動的な対応が難しい。結果として、これまでオルタナティブ重視の姿勢を強めていた年金基金や大学基金でも、透明性の高いETFを組み入れる例が着実に増えつつある。保有上位10銘柄のうち9銘柄がETFというハーバード大学基金のような極端な例も出てきている。

次にヘッジファンドなど一定期間におけるリスク調整後リターン最大化を目指す投資家について言えば、金融危機を経て、より「流動性」を重視する傾向を強めている。

金融危機の只中において、流動性の低い商品を多く組み入れていたヘッジファンドが顧客の解約に応じられず、投資家の信頼を大きく損なった。同じ轍を踏まないよう、多くのヘッジファンドが流動性の高いETFを積極的に活用し、ポートフォリオに組み込み始めたとの指摘もある。最近では、ジョージ・ソロスや

ジョン・ポールソンといった著名ヘッジファンドが、主要ETFを機動的に資産に組み入れていることが話題になっている。

「流動性」「透明性」に優れたETFは、このような機関投資家のニーズに十分応えられる商品であることは疑いようがない。日本においても、同様のニーズが高まることは十分に予想できる。米国の経験を踏まえるならば、その前に「品揃えの拡大」「ベータ活用ツールとしての使い勝手」について一層の努力を進めることが、日本のETF業界にとっては急務だろう。▲

和田 康志 Koshi Wada

1992年早稲田大学政治経済学部卒業、野村総合研究所入社。企業調査、金融市場(米国債)調査を担当後、96年より米国株式ストラテジストに。98年ノムラセキュリティーズインターナショナル(野村證券米国現地法人)駐在となり、06年三菱UFJセキュリティーズUSAを経て、09年より現職。米国ETF市場の誕生と発展を間近で見てきた数少ない「ETFアナリスト」。