

わが国のコモディティ投資信託とETF

新しいコモディティ投資ビークルの現状と課題

家森信善

Nobuyoshi Yamori

名古屋大学大学院

経済学研究科 / 教授

I はじめに

1990年代後半以降の金融システム改革（金融ビッグバン）で、証券市場の改革は大きく進んだ。たとえば、自由化やIT技術の発達によって、株式売買委託手数料は大幅に低下し、ネット証券を使った取引の利便性は大幅に改善した。この15年ほどで、個人投資家がリスク資産に投資しやすいような環境の整備がめざましく進められてきたといえよう。しかし、日本の家計の金融資産の保有状況を見ると、株式等のリスク資産は伸び悩み、依然として預貯金比率は55%を超えている。実際のところ、預貯金比率は下がるどころか、改革前の1990年代前半と比べて上昇しているのである。

当然ながら、こうした安全性重視の金融資産運用では十分なリターンが得られない。高度経済成長期の日本なら、金融資産以外の所得が順調に伸びていったし、勤労所得に比べて金融資産の残高が少なかったのも、こうした消極的な投資手法でも大きな問題はなかった。しかし、勤労所得の伸びが期待できず、退職後の時期が長くなっている現代では、金融資産からのリターンを高めることが望まれている。

リターンを高めるためにはリスクをとらなければならないが、リスク商品としての代表は株式投資であろう。しかし、日本証券業協会のアンケート調査（表1）を見ると、個人で株式を保有しているのはわずか1割程度であり、保有経験者を含めても2割程度である。しかも、株式投資に対する態度は非常に消極的で、今後も続けたいというのはわずか1割しかいない¹⁾。

1) 内閣府『「貯蓄から投資へ」に関する特別世論調査』(2007年5月実施)。

一般の投資家が投資に消極的な理由としてあげるのは、「よく知らない」とか「どのように購入したらよいかわからない」といった知識不足に起因するものが少なくない²⁾。こうした知識不足による投資消極層に対しては、わかりやすい啓蒙活動が課題となっている。

ただ、誰もが高度な金融知識を身につけるとするのは不可能であるし、そもそも望ましいかも疑問である。筆者は、特別な知識がなくても投資できるような、簡単にわかりやすい投資商品の提供こそが重要であると考えている。その有力な手段として期待されているのが、投資信託である。

実際、投資信託に関しての環境整備は進み、その結果、1999年末から2007年末の7年間で、純資産残高は50兆円から80兆円に増加した。2008年のグローバル金融危機の影響で、一時大幅に投資信託の残高は減少したが、その後は横ばいから増加に転じている。もちろん、個人金融資産の中

に占めるウエイトとしては、諸外国に比べてまだまだ低いが、一定の地位を確立しつつあるといえる。

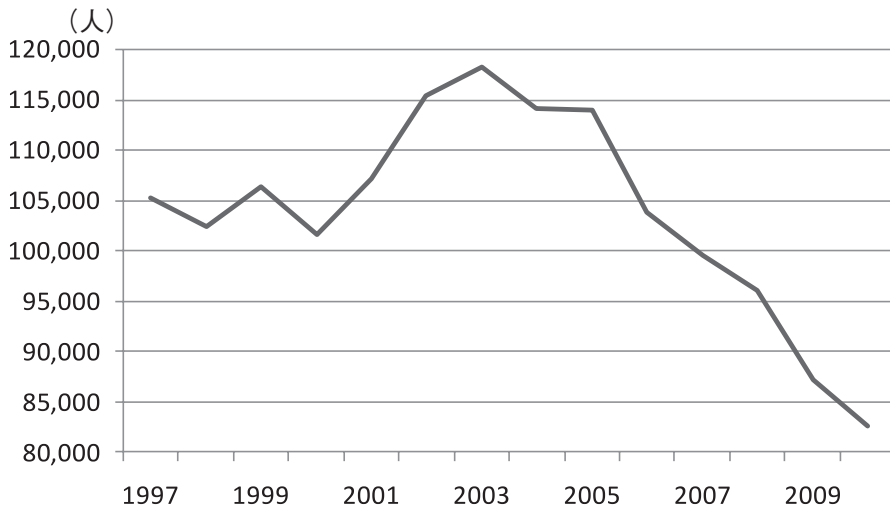
一方、本稿で主として取り上げるコモディティ投資を使った金融資産運用は、世界的に見ると拡大しているものの、日本ではきわめて低調となっている。図1に示したように、商品先物取引の委託者数は、一時は12万人近くであったものが、2010年3月末には8万人ほどにまで減少している。2011年からは、商品先物取引に関して不招請勧誘が禁止されたので、個人の商品先物市場への直接的な参加はますます難しくなった。筆者は、商品先物の資産運用手段としての魅力は認めるものの(家森[2009])、リスクの大きさや仕組みの難しさから、一般の個人投資家が自ら参加することには慎重な立場をとっている。それゆえに、株式投資の場合以上に、商品投資において、集団的投資スキームの役割は重要であると考えている。

表1 個人の証券投資の状況

	現在持っている	以前は持っていたが、現在は持っていない	これまで持ったことがない	推計保有者数(20歳以上)
株式	12.5	8.9	78.6	約1290万人
投資信託	7.9	4.3	87.8	約815万人
公社債	5.2	4.2	90.5	約537万人

(出所)日本証券業協会「平成21年度 証券投資に関する全国調査(個人調査)」。

2)内閣府「『貯蓄から投資へ』に関する特別世論調査」(2007年5月実施)によると、「株式や投資信託のことをよく知らないから」が40.2%、「株式や投資信託をどのように購入したら良いかわからないから」が32.2%である。



(注) 各年3月末の値

(出所) 日本商品先物振興協会のホームページ資料「商品先物市場に関する統計データ」。

図1 商品先物取引の委託者数

わが国では、商品投資の集団的投資スキームとして商品ファンド法に基づく商品ファンドがある。米国では、1980年代に隆盛していたが、わが国における商品ファンドは、非金融界(商社やリース会社などのノンバンク)による実質的な金融サービスの提供であり、1980年代の硬直的だった金融界に対するイノベーションとしての役割を果たしたと評価できる。しかし、その後、金融業界での自由化が進み、コモディティ投資を実質的に行う投資信託などが登場する一方で、商品ファンドに対する規制が残り続けた。そのため、近年、商品ファンド

の残高は激減し、期待された機能を果たせなくなっている。

こうした経緯を経て、商品投資への新しいアクセス手段として、コモディティを対象にした投資信託やETFへの期待が高まっている。しかし、新しい投資商品であり、商品投資の専門家の間でもほとんど分析されていないのが現状である。そこで、本稿では、とくにコモディティを対象にした投資信託やETFの現状と課題について分析することとした。

Ⅱ 個人のコモディティ投資手段 としての投資信託と商品ファンド

1: コモディティを対象にした投資信託

コモディティに限らず株式投資信託全体の純資産総額は、2007年に65兆円を超えるまでに成長した。ただし、2008年にはグローバル金融危機の影響があって、時価ベースの評価減と資金流出の両方の効果で25兆円も減少し、40兆円となった。その後は、持ち直して50兆円代前半で推移している。グローバル金融危機を経験したものの、15兆円に満たなかった2000年の頃と比べれば、株式投資信託が着実に根付いてきていると評価できよう。

投資信託を使ったコモディティ投資は、直接コモディティにリンクするわけではなく、途中で証券を介在させている。モーニングスター社の投資信託データベースによると「コモディティ」のカテゴリに分類される投資信託は52本であった(2011年8月14日)。その純資産の合計は1045億円であった。単純平均で1投資信託の平均純資産額は20億円となるが、最大は野村アセットマネジメントの運用する金価格連動型上場投資信託(後に別に詳しく分析するETFの一つ)の138億円(設定:2007年8月)で、2位が「ダイワ/ロジャーズ国際コモディティ・F」(設定:2009年4月)の105億円であった。100億円を超えるのはこの2つの投信だけである。50億円以上100億円の純資産を持つ投信も、4本あるだけである。

表2は、コモディティ投信の運用成績を整理したものである。新しい投信が多いために、3年の運用成績が計算できるものは20本しかなく、5年の運用成績が計算できるものは7本だけである。過

去1年に関しては、平均で15%、最大で59%ものリターンが得られているが、過去3年及び5年では平均値はマイナスとなっている。3年の運用成績でプラスなのは金価格連動型上場投資信託の1本のみであり、5年の運用成績に関しては、最も運用成績の良かった投信ですらマイナス2%となっている。アメリカのコモディティ投信の運用成績をみると、資産価格の値下がり局面でも高いリターンを得ているものが多い(家森[2004d, 2004e, 2005a, 2005c])ので、相場の値下がりでも運用成績が悪いといった言い訳はできないはずである。残念ながら、コモディティ投資信託は、これまで期待された投資成果を実現できていないのが実情である。

一方、コモディティ投信の手数料(信託報酬等)の単純平均は1.41%であり、最大値は2.30%で、最小値は0.47%となっている。

表2 コモディティ投信の運用成績

	1年	3年(年率)	5年(年率)
平均値	15.42%	-15.33%	-7.58%
中央値	13.86%	-17.28%	-7.75%
投信数	49	20	7
最大値	58.96%	7.50%	-1.96%
最低値	-39.90%	-25.85%	-9.83%

(注) MorningstarのHPのデータ(2011年8月14日)に基づき、筆者が計算。

いくつか代表的なコモディティ投信をみてみよう。

まず、コモディティ投信の中で、最も長い歴史を持っているのが、「ダイワ・コモディティインデックス・ファンド『愛称：ジム・ロジャーズ世界探検記』」である。これは、著名な商品投資家であるジム・ロジャーズ氏が開発したロジャーズ国際商品指数(RICI)に連動した投資成果をめざして運用を行なうファンド・オブ・ファンズである。この投信は、2004年12月10日に設定されたので、すでに7年近い運用実績がある。この投資信託が設定された時点では、コモディティに投資する集団的な投資スキームは商品ファンドの改善によって担うべきだと考えられていたので、大きな驚きをもって市場に迎えられた³⁾。

この投資信託の最低購入額は500万円と高額に設定されたために、一般個人の利用は難しかった。それでも、2006年7月には、純資産残高が121億円になるまで成長した。しかし、その後、2008年の商品市況の急落で大きく基準価格を下げ、そのまま低迷している。現時点(2011年8月)では、5年間の投資成績で見ても大きなマイナスとなっており、期待した投資成果は得られなかったことになる。

ETFである金価格連動型上場投資信託を除くと、最も純資産額の多いのが、2009年4月23日に運用を開始した「ダイワ/ロジャーズ国際コモディティ・F」である。ロジャーズ国際コモディティ指数(RICI)の動き(円換算)に連動する投資成果をめざして運用が行われる、ファンド・オブ・ファンズである。元本1万円から投資が可能になっており、運用開始直後には539億円(2009年6月)まで運用残高を増やしたが、その後、2010年12月には200億円を切り、2011年8月には104億円にまで残高を減少させている。

2:商品ファンド

前述したように、コモディティに対する集団的投資スキームとしては、1991年に制定された「商品投資に係る事業の規制に関する法律」(商品ファンド法)に基づく商品ファンドがあった。同法に基づいて1992年に商品ファンドの販売が始まった⁴⁾。当初の最低販売額が1億円と高額だったので、個人投資家には縁のない商品であったが、その後、最低額が引き下げられていき、個人投資家にも普及していった。その商品ファンドの運用状況の推移を示したのが図2である。

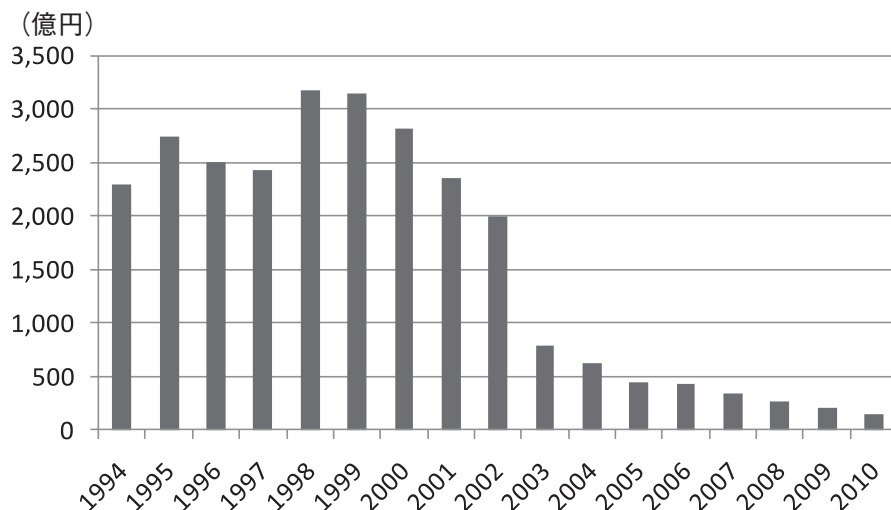
1998年ごろには、運用残高は3000億円を超えていた。しかし、その後は、一貫して運用残高が減少している。ついに、2010年3月末には、ファンド数は20本、運用残高は150億円となった。この数年間はほとんど新規設定がなく、過去に販売したファンドの償還にともなって運用残高が減少していくという状況である。

残念ながら、商品ファンドは完全に存在感を失ってしまったと言わざるを得ない。コモディティを対象にした投資信託が一定の運用残高を獲得したことから考えると、コモディティを対象にしていること自体が問題なのではない。特に大きな問題は2つあったと考えられる。

第1は、商品ファンドという性格のために、コモディティの組み入れ率の下限に制約があり、運用の柔軟性が乏しかったことである。第2に、商品ファンドを販売するネットワークが、商品先物業者に事実上限られたために、より広い証券投資家の資金の受け皿となれなかったことである。その傍証は、証券投資信託の取り扱いが銀行に解禁されるまで、商品ファンドのみが銀行で取り扱える時期があったが、その期間には、銀行で商品ファン

3) 筆者は、2004年10月から経済産業省・農林水産省の商品ファンド法研究会の委員として主務省での議論に参加していたが、商品ファンドの基本的な競争環境に根本的な影響を与える新商品の出現だと感じた。

4) それ以前からも、商社等による私募の商品ファンドがあったが、一般向けではなかった。



(注) 各年3月末の値。

(出所) 日本商品投資販売協会。ただし、同協会は2011年2月に解散したために、2011年3月の計数は得られない。なお、2010年8月末では、ファンド数18本、運用残高126億円となっていた。

図2 商品ファンドの運用残高

ドがよく売れたが、銀行が証券投資信託に傾注し始めると、全く売れなくなってしまったことがあげられる⁵⁾。

Ⅲ コモディティ投資の裾野拡大が期待されるETF

1: 日本におけるETFの成長

ETFは、上場投資信託 (Exchange Traded Funds) の略称であり、投資信託の一種である。ただ、一般の投資信託とは異なって、受益証券が通常の株式と同様に証券取引所に上場され、売買される点に大きな特徴がある。

日本では、1995年5月29日に最初の上場投信受益証券(日経300投信)(金銭信託型)が上場された。しかし、日経300の普及を目指すという政策的な意図があったために、他の株価指数に連動するETFは認められず、2000年には年間の売買代金はわずか229億円と低迷していた。

金融システム改革の一環で、ようやく2001年7月に、TOPIXおよび日経225に連動する現物拋出型のETFが東京証券取引所(3本)および大阪証券取引所(2本)に上場された。ここから、日本のETF市場が事実上始まったといえる。

図3は、ETFの資産状況の推移を示している。2001年以降、純資産は順調に増加し、2006年に

⁵⁾ 1998年のピーク時には、商品ファンドの販売者として、銀行(信託銀行、信用金庫を含む)が29社、証券会社が14社もあった。

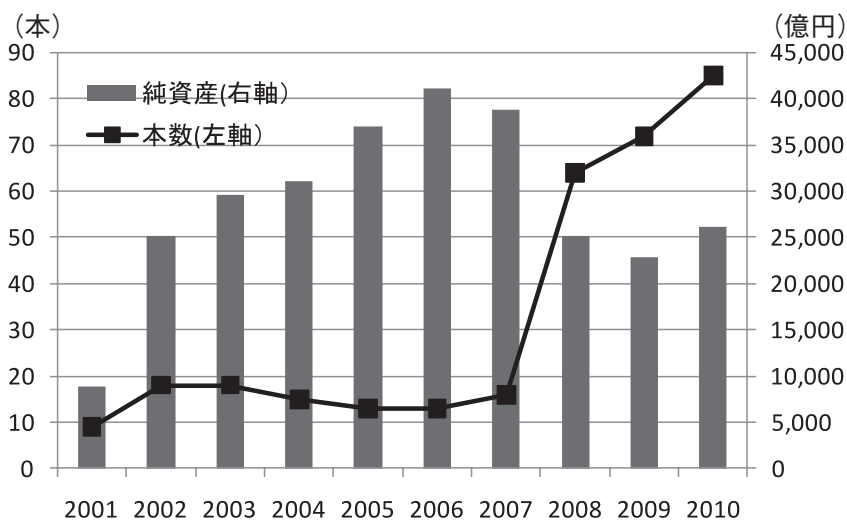
しかし、銀行が投資信託を取り扱えるようになると、銀行の商品ファンド離れは急で、2000年には3社になり、今ではゼロとなっている。

は4兆円を超えている。純資産は時価評価のために、市況に応じて増減するが、グローバル金融危機で減少したとはいえ、2010年末で2.6兆円ある。

2008年には市況の影響で残高が減少しているが、その一方で、注目すべきは、本数が大幅に増加していることである。これは、2007年12月に発表された政府の「金融・資本市場強化プラン」の影響である。この「強化プラン」では、ETFの多様化が政策目標の一つとされた⁶⁾。また、コモディティETFに関しては、(主務省の) 産業構造審議会商品取引所分科会も、2007年12月に、「今後の商品先物市場のあり方について(中間整理)」を公表し、その中で、「商品先物市場の金融分野との連携・

融合のあり方」という節を設けて、その筆頭に、「商品を対象としたETFの実現」をあげた⁷⁾。こうした政府の方針を受けて、規制の緩和が進み、2008年にはETFの本数は64本まで急増し、その後も着実に多様化が進み、2011年8月の段階では119本となっている。

図4は、(東証上場の) ETFの月次の売買高の推移を示している。2006年頃には月間5000億円近い売買が行われていた。最近では、株式市場の低迷もあって、全般に落ち込んでいるが、それでも月間1000億円から2000億円の売買が行われている。



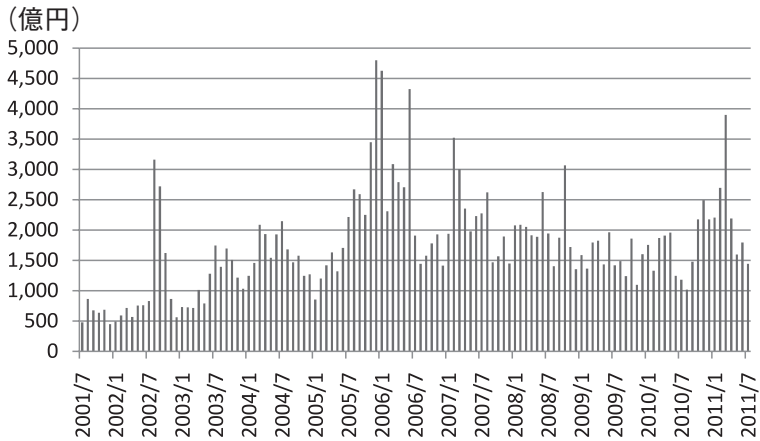
(注) 契約型公募投資信託・株式投信追加型のうちのETFの計数。

(出所) 投資信託協会

図3 ETFの資産増減状況

6) 2007年12月に発表された「強化プラン」では、「1.多様な資金運用・調達機会の提供」の「(1)取引所における取扱商品の多様化」の①として、「ETFの多様化」が掲げられた。その中で、「ハ 商品先物等を投資対象とするETFの解禁」が明記された。

7) 具体的には、この中間報告では、投資信託及び投資法人に関する法律施行令第3条の「特定資産」の範囲に、「商品」及び「商品先物取引に係る権利」を追加することを提言した。



(出所)東京証券取引所

図4 国内ETFの売買代金

2: コモディティを対象にしたETF

(1) グローバル金融危機までの時期

上述したように、日本でもETFは成長してきた。しかし、ETFが個人や機関投資家の中心的な運用商品に育っている海外と比べると、日本での成長は十分ではない。2007年に政府が改革を打ち出したのは、品揃えの乏しさが成長の制約になっているとの指摘があったからである⁸⁾。当時、ETFの品揃えが増えない理由は主に規制であった。2007年の時点では、国内取引所に上場できるETFは、日経平均株価などあらかじめ決められた指数に連動させるタイプに限られ、金や原油などは連動対象に含まれていなかった。

そうした中で、(規制を事実上迂回する形で)2007年8月に大阪証券取引所が金価格連動型

ETFを上場することに成功した。このETFは、ロンドン市場の金価格に連動する債券(リンク債)を組み込んだ投信であり、法律上はあくまでも証券投資信託ではあるが、実質的には、コモディティを対象にした国内最初のETFといえる。

1年ほど遅れて(この間に、先述した「市場強化プラン」や産業構造審議会の中間報告が公表された)、2008年6月に東京証券取引所が、米運用会社大手のステート・ストリートなどがニューヨーク証券取引所に上場している金のETFを重複上場する形で、金の現物の裏付けを持つSPDRゴールドシェアETFを上場した⁹⁾。ただし、最低投資金額が約50万円となっており、一般投資家が気軽に買える水準ではなかった¹⁰⁾。

⁸⁾たとえば、「ETF-品揃えで見劣り(東京市場ここが弱点)」(『日本経済新聞』2007/08/03朝刊)。

⁹⁾厳密には、この時点では現物を裏付けにするETFは禁止されていたので、信託法を使って、信託契約の受益証券という形をとった。(『日本経済新聞』2008/06/24)。

¹⁰⁾ETFの売上の低迷を受けて、9月からは投資単位が1口(約1万円)に引き下げられた。

こうした金ETFの上場が、従来からある商品先物市場と競合するのか、補完するのかは、商品先物市場の関係者にとっては重要な論点であった。『日本経済新聞』(2007/08/27)は、「東京工業品取引所のミニ金取引は、東証の金ETFが上場すれば競合する可能性がある」と指摘したが、産業構造審議会「中間報告」は、「国内商品先物市場に連動したものが金融商品取引所において上場されれば、我が国の商品先物市場の流動性の増大をもたらす」という立場をとった。

実際に上場が始まる時期には、『日本経済新聞』も、「国内の貴金属地金や先物市場では投資家が金ETFに流れ、需要が一段と低迷しかねないとの懸念もある」と指摘した上で、「先行する海外市場の動きを見ると違う」、「金ETFは現物の裏付けがあっても、金と交換できないことで地金投資とは違う。先物のように将来の価格を固定する機能もない。国内でも海外と同じすみ分けが予想される。」との判断を示している(「金ETFの東証上場—現物需要を押し上げへ(マーケット潮流底流)」『日本経済新聞』2008/06/24)¹¹⁾。

(2) グローバル金融危機でのETFを巡る環境変化

景気の先行きの不透明感が増す一方で、非常に拡張的な金融政策が実施され、インフレの懸念も生じてきた。そのために、安全資産としての金などのコモディティへの投資家の需要が増して、その受け皿としてETFが成長した。たとえば、2009年2月には、世界主要市場の金ETF残高は1200トンを超え、ニューヨーク証券取引所などに上場する「SPDR(スパイダー) ゴールド・シェア」の残高は、970トンを超えた(『日本経済新聞』2009/02/14)。

第二に、指数型のETFでは、債券を使うことになる。しかし、債券を利用したETFの場合、債券発行者の信用リスクや債券の流動性リスクが無視できないことが、グローバル金融危機の中で明らかになった¹²⁾。そのために、現物の直接的な裏付けのある商品が好まれるようになった。

第三に、簡単な商品が好まれるようになった。『日本経済新聞』(2009/06/23)は、「主要な商品指数は20~30前後の上場商品を組み込む。投資家にはインフレ対抗策としてそんなに多くの商品が必要なのかという疑問もわく。」と指摘し、「商品指数でドイツ銀行グループ商品指数(DBLCI)が健闘している理由も、構成を原油、金、小麦など代表的な6商品に絞った簡明さにある。」と説明している。

(3) 新型コモディティETFの上場

2009年8月に、世界9位のイギリスのETFセキュリティーズが金、銀、白金(プラチナ)、パラジウム、およびこれら4種類で構成する価格に連動するETF計5本を東証に上場した。価格はロンドンの現物相場に連動するが、ETF保有者が地金に交換する権利を持たないというものである¹³⁾。

また、同じ2009年8月に、大阪証券取引所には、原油価格(WTI)を指標とする国内初の原油ETFが上場された。

2010年2月には、東京工業品取引所の金や白金指数に連動する「国内金先物価格連動型ETF」と「日経・東工取白金指数連動型ETF」が、大阪証券取引所に上場した。

2010年3月に、ETFセキュリティーズが東証に穀物や銅、天然ガスなど商品関連の14銘柄を一気

11)『日本経済新聞』(2008/07/05)は、当該コモディティETFの上場後最初の1週間の取引が予想外に低調(1日平均2.6億円の売買)だったことに関しての記事の中で、「東京工業品取引所の金先物は、海外相場の上昇を受けて足元の売買高が増加傾向にある。ヘッジ需要などを除けば「少額の資金で大きな運用ができる先物取引と、金価格に連動するETFとでは投資家層が異なる」との見方が一般的だ。」としている。

12) 国内公募投信で主力のDJ・AIG商品指数(現DJ・UBS商品指数)は米AIGの経営危機で一時、基準価格が算出できなくなった。

13) より詳しくいえば、「外国投資法人債券」という形式をとっており、証券会社の特定口座で扱えないなど、通常のETFとは取り扱いが異なる。(『日本経済新聞』2010/05/31)

に上場した。

2010年7月には、三菱UFJ信託銀行が、貴金属(金、銀、プラチナ、パラジウム)の現物を裏付け資産にしたETFを東京証券取引所に上場した。現物を裏付け資産にした貴金属ETFは既に上場しているが、現物が海外にあるため、実質的に現物と交換できなかつた。それに対して、国内で裏付け資産を保管する初めての貴金属ETFで、実際に現物と交換できる点が大きな特徴となっている。

IV | コモディティETFの現状評価

1: コモディティETFの概況

現在(2011年8月10日)、東京証券取引所、大阪証券取引所、および名古屋証券取引所に上場されているETFは119である¹⁴⁾。このうち、コモディティETFは、表3に示したように、30本である¹⁵⁾。コモディティETFを対象にするコモディティによって分類すると、金に連動したものが中心で、5本ある。ニューヨークなど世界の5市場に重複上場しているSPDRゴールド・シェアは世界の金ETFの約8割を占める大型商品である。

表3に示したように、コモディティETFの信託報酬は、0.85%から0.39%であり、先に見たコモディティを対象にした投資信託の平均値1.41%に比べるとかなり安い。これは、証券投資信託と一般のETFでも同様であるが、コスト面からはETFは有利な投資手段であるといえる。

実際の取引が最も活発なのは金を対象にしたETFである。たとえば、2009年および2010年の売買代金ランキングでETFを並べたのが表5である。

上位は、日経平均やTOPIXに連動するタイプのETFであるが、2009年には金連動ETF(大証上場)が7位に食い込んでおり、2010年にはSPDRゴールドが5位となっている。しかし、取引の多い金ETFであっても、売買高は年間で1000億円に満たない。東証第一部上場株式の平均売買代金(2009年2186億円)に比べるとかなり小さい¹⁶⁾。海外の事例も考えると、コモディティETFの成長の余地はまだかなり残っているといえよう。

2: コモディティETFの出来高の推移

2011年6月末現在で存在しているコモディティETF30本についての取引状況を子細に調べてみることにした。

データは、ヤフーファイナンスを利用して、各ETFの上場以降の全取引日の価格および取引高のデータを得ることができた。図5は、全部のコモディティETFの出来高の推移を示したものである。

2011年1月頃から1日の出来高が30万株を超えるようになり、3月以降、100万株(口)を超える日もあり、ピークは5月6日の224万株であった。ただし、現状では、経済全体への影響を及ぼすほどの規模ではない。また、ETFの1株の価格は、22円から13360円(2011年8月12日)まで幅広いので、価格の安いETFに取引が集中すると、見掛け上の取引ボリュームは実態以上に大きくなる。事実、2011年3月以降、原発事故の影響があって天然ガスETFの出来高が一時急拡大したことが、全体の出来高を拡大させている。この天然ガスETFの価格は20円から40円なので、出来高の割には売買代金は拡大していない。

14) 名古屋証券取引所は、2011年2月に東海ETF(東海地方の主要会社の株式を対象にしている)を上場したが、コモディティ関連のETFは上場していない。

15) 8月23日に、東京証券取引所わが国初のETN(指標連動証券)として、「iPath®商品指数連動受益証券発行信託」が上場された。このETNは、コモディティの代表的価格指数である

S&P GSCトータル・リターン指数を連動対象としたものであり、実質的にコモディティ投資といえる。さらに、9月6日には、各種のコモディティ価格指数に連動するETNが東証に上場された。ETNについては、別途分析したいと考えている。

16) もちろん、2部上場株式は28億円、マザーズ株式は208億円なので、それらよりは大きい。

表3 コモディティETFの状況

名 称	信託報酬等 (税抜)	初取引から2010年7月					2010年8月から 2011年6月	
		初取引日	2010年 7月30日 までの取 引日(A)	取引可能 日(B)	取引日率 (A/B)	1日あたり 売買代金 (万円)	取引日	1日あたり 売買代金 (万円)
金価格連動型上場投資信託	0.5%以内	2007/8/10	726	726	100.0%	41,083	224	15,345
SPDRゴールド・シェア	0.42%以内	2008/6/30	510	510	100.0%	28,980	224	41,427
イージーETF&PGSCI商品指数クラス A米ドル	0.45%以内	2008/10/22	432	432	100.0%	655	224	185
ETFS エネルギー商品指数(DJ-UBSCI)	0.49%	2009/3/19	64	90	71.1%	17	60	76
ETFS 産業用金属商品指数(DJ-UBSCI)	0.49%	2009/3/19	46	90	51.1%	9	65	20
ETFS 総合商品指数(DJ-UBSCI)	0.49%	2009/3/19	78	90	86.7%	72	89	36
ETFS 農産物商品指数(DJ-UBSCI)	0.49%	2009/3/19	33	90	36.7%	9	206	304
WTI原油価格連動型上場投信	0.85%以内	2009/8/3	243	243	100.0%	7,901	224	7,984
ETFS 貴金属バスケット上場投信	0.43%程度	2009/8/24	112	228	49.1%	14	57	96
ETFS 銀上場投信	0.49%	2009/8/24	223	228	97.8%	545	224	1,178
ETFS 白金上場投信	0.49%	2009/8/24	208	228	91.2%	330	182	78
ETFS パラジウム上場投信	0.49%	2009/8/25	189	227	83.3%	308	207	277
ETFS 金上場投信	0.39%	2009/8/25	214	227	94.3%	419	219	476
(NEXT FUNDS) 日経・東工取白金指数 上場投信	0.45%以内	2010/2/15	113	114	99.1%	790	216	295
国内金先物価格連動型上場投信	0.45%以内	2010/2/15	111	114	97.4%	413	223	375
ETFS アルミニウム上場投資信託	0.49%	2010/3/19	72	90	80.0%	67	52	28
ETFS ガソリン上場投資信託	0.49%	2010/3/19	76	90	84.4%	86	42	21
ETFS とうもろこし上場投資信託	0.49%	2010/3/19	47	90	52.2%	15	215	215
ETFS ニッケル上場投資信託	0.49%	2010/3/19	62	90	68.9%	39	88	35
ETFS 原油上場投資信託	0.49%	2010/3/19	82	90	91.1%	185	170	158
ETFS 小麦上場投資信託	0.49%	2010/3/19	62	90	68.9%	36	224	248
ETFS 大豆上場投資信託	0.49%	2010/3/19	39	90	43.3%	18	183	85
ETFS 天然ガス上場投資信託	0.49%	2010/3/19	85	90	94.4%	184	220	286
ETFS 銅上場投資信託	0.49%	2010/3/19	67	90	74.4%	138	206	238
ETFS 穀物商品指数(DJ-UBSCI)	0.49%	2010/3/24	67	88	76.1%	55	204	337
(NEXT FUNDS) NOMURA原油イン デックス上場	0.5%以内	2010/5/17	54	54	100.0%	293	220	746
純パラジウム上場信託(現物国内保管型)	0.59%以内	2010/7/2	19	20	95.0%	110	219	1,128
純プラチナ上場信託(現物国内保管型)	0.59%以内	2010/7/2	20	20	100.0%	617	224	1,061
純金上場信託(現物国内保管型)	0.49%以内	2010/7/2	20	20	100.0%	9,910	224	16,884
純銀上場信託(現物国内保管型)	0.59%以内	2010/7/2	20	20	100.0%	1,425	224	17,678

(注1)「初取引から2010年7月」における1日あたり売買代金は、2010年10月1日(当日取引がないETFについては、10月1日の最も直前の取引日)の終値を使って算出。「2010年8月から2011年6月」については、2011年8月12日の終値を使って算出。取引の行われなかった日もゼロとして平均値を計算している。

(注2)ヤフーファイナンスのHP資料より、筆者計算。

表4 ETFの売買代金ランキング(2009年および2010年)

2009年			2010年		
順位	ETF(略称)	売買代金(億円)	順位	ETF(略称)	売買代金(億円)
1	225投信	14,130.90	1	225投信	12,001.9
2	上場225	6,460.80	2	上場225	7,534.8
3	TOPIX投信	5,899.00	3	TOPIX投信	6,705.9
4	日経平均	3,450.60	4	ETF225	3,060.9
5	上海50	1,218.80	5	SPDRゴールド	972.7
6	上場TPX	1,181.10	6	上場TPX	741.8
7	金連動	848.4	7	上証50連	637
11	SPDRゴールド	476.1	11	金連動	435.4
14	WTI原油先物	110.7	14	WTI原油	152.2
23	EASY商品	22.3	15	純金信託	123.9

(注)順位は、82本(2009年)および112本(2010年)のETFの中の売買代金の順位である。

(出所)Quick Money lifeのHPより引用。

表3でみたように、新規上場のETFには、取引頻度や売買代金が少ないものが多い。一日の売買代金が100万円に満たないようなETFがかなりあることがわかる。上場後間もない時期には、知名度が不足しているといったことも考えられるが、すでに上場から1年以上たっているETFの売買の低迷は、(世界的なコモディティ価格の乱高下を考えると)新しい取引振興策が必要なことを示している。

こうした今後の課題はあるが、筆者は、新しいタイプのETFの登場によって、エネルギー価格などのコモディティ価格の変動に備えた、新しいヘッジ手段(および投資手段としても活用できる)が、一般投資家に与えられたという事実を評価したいと思う。

次に、いくつか代表的なコモディティETFを詳しくみてみることにしたい。分析のためにある程度の

データの長さが必要であるが、2008年末よりも前に上場しているコモディティETFは3本しかない。

まず、金価格連動型上場投資信託(証券コード1328)をみてみることにした。これは、わが国で最初に上場されたコモディティを対象にしたETFである。コモディティETFは一般に取引が少ないが、上述したように、金価格連動型上場投資信託は取引の比較的多い商品である。実際、2007年8月10日から2011年6月30日までの取引可能日のすべての日に取引が行われていた。ただ、1日あたりの出来高は、2010年7月までが13万株、2010年7月から2011年6月までが3.8万株で減少傾向が顕著である。

次に長い歴史があるのはSPDRゴールドで、2008年6月30日からの全取引可能日で取引が行われている。表4にもあったように、2009年に比べ

て2010年に売買代金が大きく拡大しており、現在では、もっとも取引代金の大きなコモディティETFになっている。

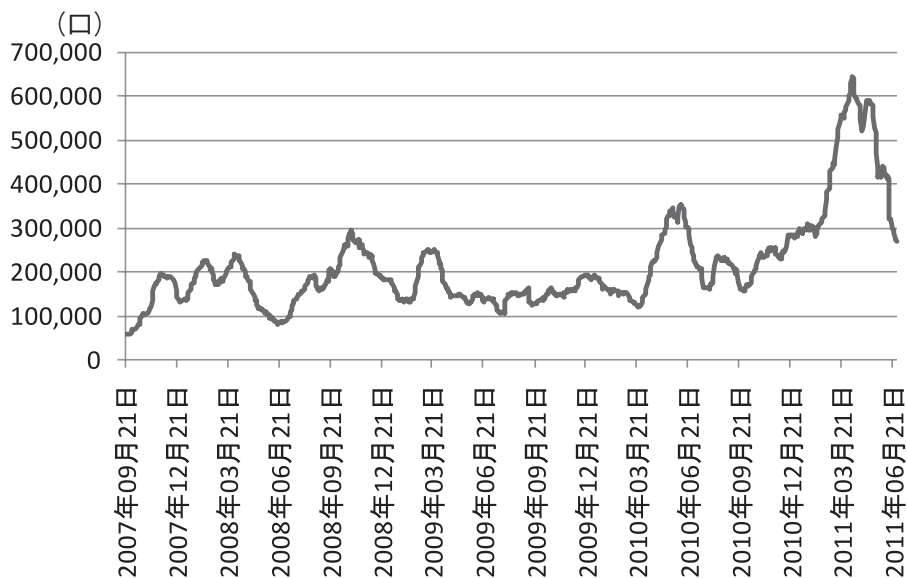
3つ目が、2008年10月22日取引開始のイージーETF&PGSCIである。これも全取引可能日で取引が行われているが、出来高は少なく、1日当たりの売買代金は500万円から600万円程度である。

新顔で売買が活発なのが、純金上場信託や純銀上場信託である。これは、すでに述べたように、東京工業品取引所の先物価格を指標にしたもので、裏付けになる金や銀を三菱信託銀行が保管しているので、希望すれば実際に金や銀との交換ができるETFである。投資家としては、金現物の保

管をせずに、金投資が行えるということになる。もっとも、金と交換できるとはいえ、1キロ単位なので、450万円程度（2011年8月）の資金が必要である。2011年1月には72億円（純金信託の場合）の純資産残高となり、2011年6月には168億円にまで成長しているが、現実には金と交換される例は設定後の当初の半年にはなかった。

V | まとめ

商品先物市場での直接取引よりも集団的な投資スキームを使うことの方が、個人の資産形成手段としては望ましいと、筆者は考えている。しかし



(注1) 30日間の移動平均をとっている。たとえば、2007年9月21日の数値は、2007年8月10日から9月21日の30取引日の出来高の平均値である。

(注2) ヤフーファイナンスのHP資料より筆者計算。

図5 全コモディティETFの一日あたり出来高の推移

ながら、コモディティ投資の集団的な投資スキームとして期待された商品ファンドは、ほとんど活用されなくなってしまった。他方、コモディティを対象にした投資信託はグローバル危機までは順調に伸びていた。危機後の暴落で資産額は大きく減少しているが、いったん落ち込んだ後は落ち着いており、コモディティを対象にした投資信託は定着してきているといえる。

近年、急速に多様化が進んでいるコモディティETFに大きな期待が寄せられている。規制の緩和により、種類の多様化は相当に進んでいるが、投資家の参加は限られており、特に新規のETFには取引がきわめて低調な銘柄が少なくない。せっかくの多様な投資機会が幅広く利用できるようになるには、投資家への周知が大きな課題になると考えられる。もともとコモディティ投資信託やETFについては、証券会社の販売員にコモディティの知識が乏しく、また、(とくに、手数料の安いETFは)販売妙味にかけるため、積極的に売られにくいという問題が指摘されている。(販売ネットワークの不足という)商品ファンドの失敗の教訓を生かすためにも、販売面での態勢の強化が必要と考えられる。ただし、適切な販売であることが前提であることはいうまでもない。

最後に分析上の今後の課題について触れておきたい。第1に、コモディティETFは最近になって登場したためにまだデータ分析を十分に行えない。今後、たとえば、日次ベースでのコモディティETFと商品先物市場での取引の関連を調べることは興味深い。第2に、コモディティETFの連動資産が多様化しているが、その連動の仕方による価格形成の違いも興味深い。たとえば、金価格に連動するETFでも、現物との交換性がないもの、海外で

のみ現物と交換できるもの、国内で現物と交換できるもの、など、商品内容に違いがある。こうした違いが価格形成にどのように影響するかを明らかにすることは、今後のコモディティETFの組成を考える上でも非常に重要である。

【付記】

本論文は、科学研究費(挑戦的萌芽研究・課題「証券市場との融合が進む中での金融論としての商品先物市場論の構築」)の支給を受けた研究の成果である。また、国内の4つの商品取引所(2011年1月解散の中部大阪商品取引所を含む)の社長・理事長等の実務家と研究者をメンバーとする商品取引所問題研究会において本稿の草稿を報告した際、同研究会のメンバーの方々から貴重なコメントを頂戴した。記して感謝したい。

筆者にとって、初めて金融論を勉強したのは有馬先生の講義であった。滋賀大学卒業後、有馬先生の母校でもある神戸大学大学院に進学し、現在まで金融論を研究している。これまでの先生の学恩に深く感謝し、先生の退職記念号に寄稿できることを光栄に感じている。

参考文献

- ◎家森信善(2004a)／「日本経済の構造改革と商品先物市場に期待される役割」／『先物取引研究』第9巻。
- ◎家森信善(2004b)／「急成長する米国の商品ファンド」／『日刊デリバティブ・ジャパン』／2004年8月20日。
- ◎家森信善(2004c)／「資産運用手段としての期待を集める商品ファンド」／『日刊デリバティブ・ジャパン』／2004年7月20日。
- ◎家森信善(2004d)／「米公募商品ファンドの運用成績」／『日刊デリバティブ・ジャパン』／2004年10月7日。

- ◎家森信善(2004c)／「商品ファンドのリスク特性」／『日刊デリバティブ・ジャパン』／2004年12月24日。
- ◎家森信善(2005a)／「ベア市場で強い商品ファンド」／『日刊デリバティブ・ジャパン』／2005年1月28日。
- ◎家森信善(2005b)／「先の見えない時代だからこそ、高まる商品ファンドへの期待」／『(日本商品投資販売業協会)JCFA』第31号／2005年3月。
- ◎家森信善(2005c)／「リスクに強い商品ファンド」／『日刊デリバティブ・ジャパン』／2005年3月31日。
- ◎家森信善(2005d)／「アメリカの商品ファンド業界の動向」／『日刊デリバティブ・ジャパン』／2005年6月17日。
- ◎家森信善(2005e)／「商品先物業界の未来：発展のための3つの課題」／『週刊 東洋経済:商品先物2005』。
- ◎家森信善(2006a)／「家計のリスク指向の高まりと商品ファンド」／『JCFA』／2006年2月。
- ◎家森信善(2006b)／「国民経済における商品先物市場の役割」／『日本経済新聞』(第2部)／2006年10月25日。
- ◎家森信善(2007)／「商品先物新時代：いまこそ求められる真の脱皮」／『日刊工業新聞』／2007年10月16日。
- ◎家森信善(2008)／「学者が斬る 失われない商品相場の魅力」／『エコノミスト』／2008年12月9日号。
- ◎家森信善(2009)／「商品先物をどのように個人の資産形成に役立てていくか？—商品指数の動きから見た投資商品としての特徴について—」／『経済科学』／第57巻第2号。

Recent Trends in Commodity Investment Trusts and Commodity ETFs in Japan

Nobuyoshi Yamori

This paper analyzes commodity investment trusts and commodity Exchange Traded Funds (ETFs) as methods for investing in commodities, which are expected to be important tools for individual investors who wish to participate in commodity investments. The “Financial Big Bang” reforms initiated by Prime Minister Ryutaro Hashimoto during the latter half of the 1990s substantially changed the Japanese financial system, which had been strictly regulated. However, more than 50% of Japanese households’ financial assets are still cash and bank deposits, and the ratio of risky assets in households’ portfolios remains low. One reason that households hold few risky assets is that individual investors do not feel they have enough knowledge to risk their money on such investments. Therefore, collective investment vehicles such as investment trusts, which allow individual investors to hold risky assets without extensive knowledge, are expected to play an important role in the future. Among commodity investments, commodity investment trusts and ETFs seem most promising. Thanks to substantial deregulation, the listing of various ETFs became possible in the early 2000s. Initially, all ETFs were linked to certain kinds of stock indexes, such as Nikkei 225 and TOPIX. Gradually, new types of ETFs, which are linked to indexes or prices of non-stock assets, have been introduced. The first

commodity ETF in Japan, linked to the price of gold in London, was offered in August 2007. Soon, other commodity ETFs followed. Today, thirty commodity ETFs are listed on the Tokyo Stock Exchange and the Osaka Securities Exchange. However, this paper finds that many commodity ETFs are thinly traded. Therefore, we need to implement policies as soon as possible to encourage Japanese investors to participate in the commodity ETF market. Encouraging more commodity ETF transactions may also lead to active arbitrages between ETF markets and commodity future markets.