

レバレッジETF・インバースETFについて

野村アセットマネジメント株式会社

商品企画部

田畑 邦一

1. はじめに

2012年4月に日本で「レバレッジETF」、「インバースETF」が上場してから、約半年が経過し、10月18日には、4銘柄合計の立会内の売買代金が約77億円を記録するなど、その存在感を増してきている。

「ETF」とは、「Exchange Traded Fund」の略であり、一般に「上場投信」と訳されており、オープン型の投資信託でありながら、上場株式と同じように取引所市場を通じて売買することができるものを指している。また、世界では、ほとんどのETFが、基準価額（1口あたりの純資産の価値）が何らかの「指数」または「指標」に連動することを運用の目標としている。株価指数への連動を目指すとするものがポピュラーであるが、REITなどそのほかの有価証券指数への連動を目指すもの、商品価格への連動を目指すものなど、さまざまなETFが開発され、上場している。

中でも、「レバレッジETF」とは、原指数の一定の倍率を掛けたものへの連動（たとえば、一定の倍率が2倍であれば、原指数が1%上昇（下落）すれば、ETFの基準価額が2%上昇（下落）すること。）を目指すものであり、「インバースETF」とは、原指数の反対の動き（一般にマイナス1倍）への連動（原指数が1%上昇（下落）すれば、ETFの基準価額が反対に1%下落（上昇）すること。）を目指すETFである。

本稿では、それら「レバレッジETF」、「インバースETF」の商品性について概観していきたい。

なお、本稿に述べた意見は、すべて筆者独自の見解であり、筆者が属する組織・団体のものではない。また本稿の内容は、一般に公表された信頼できる情報に基づいているが、その正確性を保証するものではない。

2. 上場までの経緯

日本におけるETF（取引所に上場し、株式同様に売買ができる投資信託）の始まりは、2説あるが、1995年（平成7年）5月の「日経300株価指数連動型上場投資信託」（「日経300投信」）または2001年（平成13年）7月の「TOPIX連動型上場投資信託」（「TOPIXETF」）・

「日経 225 連動型上場投資信託」（「日経 225ETF」）のいずれかといえよう。日経 300 投信が、当時の投信法の制約のため金銭の拠出による設定のみができるのに対し、TOPIX ETF、日経 225ETF は、法令改正を受けて、それぞれの指数を構成する銘柄の株式の拠出による設定が可能となったことに特徴がある。

以来、2006 年（平成 18 年）まで、日本国内の取引所に上場する ETF は、日本の株式を投資対象とするもののみであり、同年末の上場本数は、14 本であったが、海外、特に米国の ETF 市場はその間大きく拡大を続け、同時期の米国における ETF の銘柄数は 400 本弱、残高全体は、4000 億ドル強に達していた。

日本においては、2007 年 12 月に、金融庁が「金融・資本市場競争力強化プラン」^[1]を發表し、その後、ETF 市場拡大のために、投信法、税法を含む法令の改正、取引所上場規則の改正など制度面での整備が進められた。

ETF が連動対象とする指数（または指標）については、その適格性を、当該 ETF の上場審査時に併せて審査することとなっている^[2]。以前は、「レバレッジ指数」、「インバース指数」についての基準について必ずしも明確となっておらず、新商品の設計の上での制約となっていた。しかし、パブリック・コメント募集等の手続きを経て、2012 年（平成 24 年）3 月に、取引所の規則が改正され、「レバレッジ型」、「インバース型」ETF を設計するための要件が明らかになった。

なお、日本では、現在、ETF は何らかの指数そのものに連動することが要件とされているため、「レバレッジ指数」、「インバース指数」が算出、公表され、レバレッジ ETF、インバース ETF は、それらの指数それぞれへの連動を目指すよう設計されている。

この結果、日本で現在までに上場したレバレッジ ETF、インバース ETF は、以下の 4 銘柄である。

銘柄名：「TOPIXブル2倍上場投信」（銘柄コード：1568）

連動対象指数：TOPIXレバレッジ（2倍）指数

原指数：TOPIX

レバレッジの倍率：2倍

銘柄名：「TOPIXベア上場投信」（銘柄コード：1569）

連動対象指数：TOPIXインバース（-1倍）指数

原指数：TOPIX

インバースの倍率：マイナス1倍

以上2銘柄について、

投資信託委託会社：シンプレクス・アセット・マネジメント株式会社

上場市場：東京証券取引所 上場日：2012年4月5日

銘柄名：「NEXT FUNDS日経平均レバレッジ・インデックス連動型上場投信」

（愛称：「日経レバレッジ指数ETF」、銘柄コード：1570）

連動対象指数：日経平均レバレッジ・インデックス

原指数：日経平均株価

レバレッジの倍率：2倍

銘柄名：「NEXT FUNDS日経平均インバース・インデックス連動型上場投信」

（愛称：「日経インバース指数ETF」、銘柄コード：1571）

連動対象指数：日経平均インバース・インデックス

原指数：日経平均株価

インバースの倍率：マイナス1倍

以上2銘柄について、

投資信託委託会社：野村アセットマネジメント株式会社

上場市場：大阪証券取引所 上場日：2012年4月12日

3. 「複利効果」とは

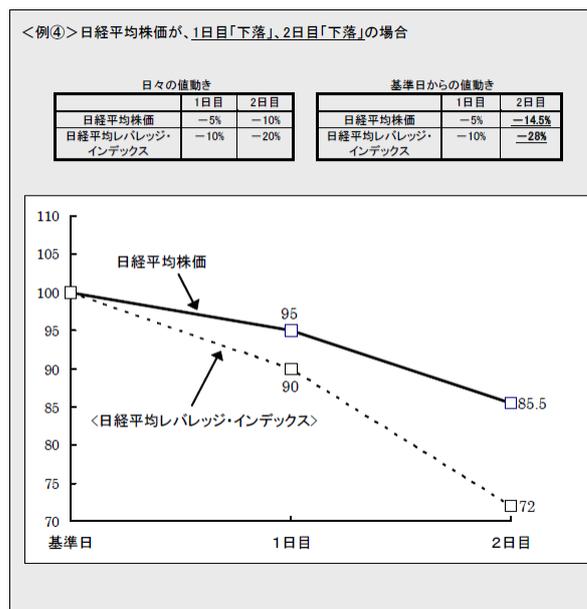
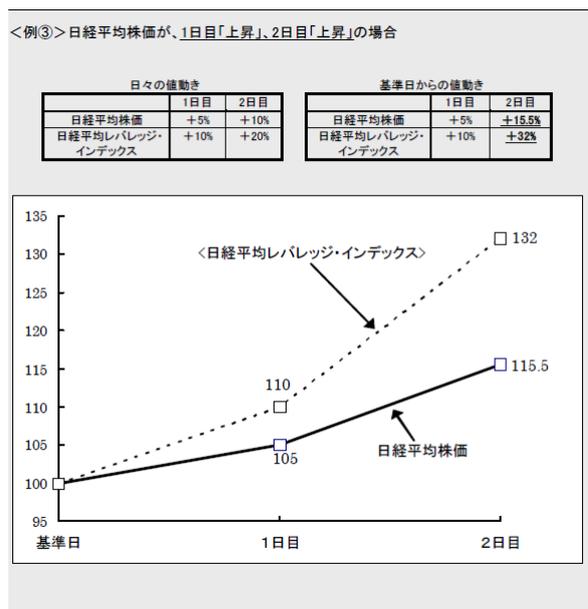
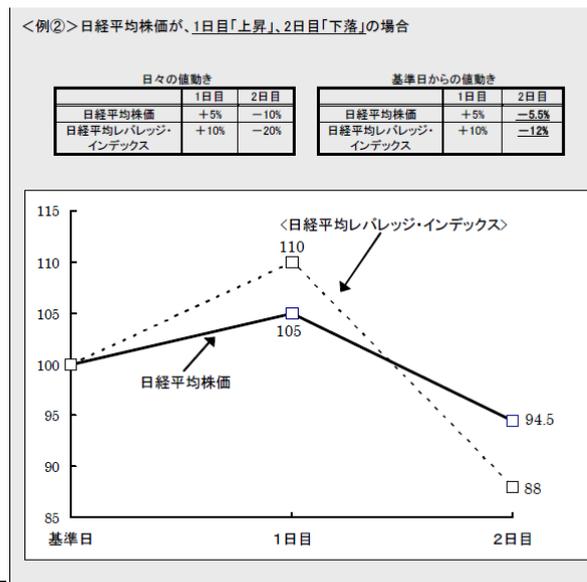
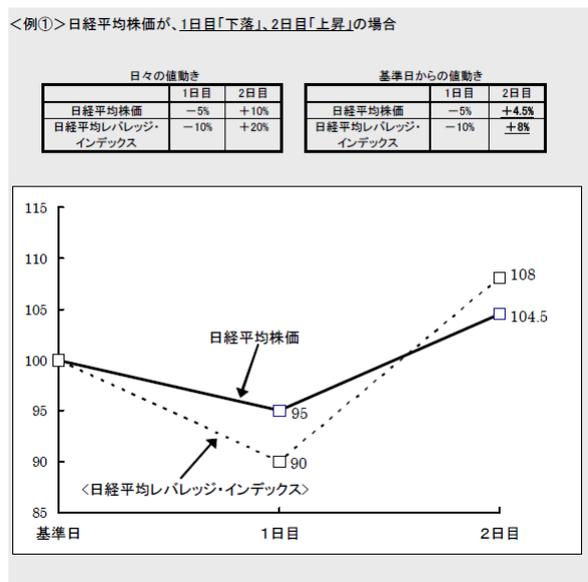
上記のETFが連動対象としているレバレッジ指数、インバース指数は、連続する2営業日間（すなわち、前営業日と当営業日の間）において、それぞれの指数の騰落率が原指数の騰落率の2倍、マイナス1倍となるよう計算される。その結果として、2営業日以上離れた期間におけるレバレッジ指数の騰落率は、一般に原指数の2倍とはならず、計算上、差（ずれ）が不可避に生じ、2営業日以上離れた期間におけるインバース指数の騰落率は、一般に日経平均株価のマイナス1倍とはならず、計算上、差（ずれ）が不可避に生じる。

そして、その差（ずれ）は、期間中の原指数の動きによって変化し、プラスの方向にもマイナスの方向にもどちらにも生じる可能性があるが、一般に、原指数の値動きが上昇・下降を繰り返した場合に、マイナスの方向に差（ずれ）が生じる可能性が高くなり、また、一般に、期間が長くなれば長くなるほど、その差（ずれ）が大きくなる傾向がある。

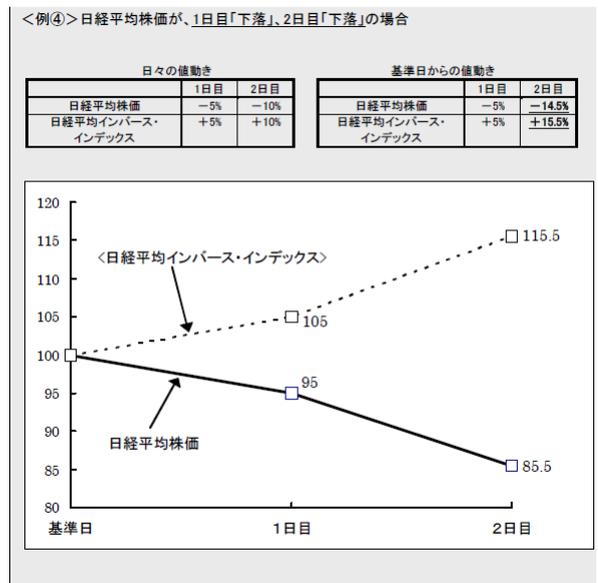
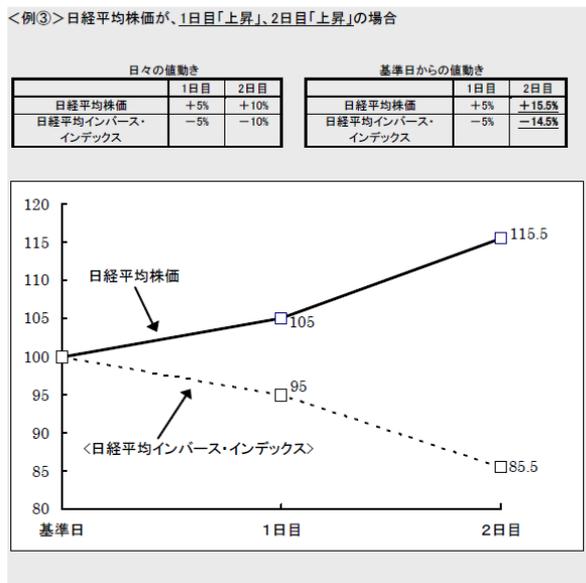
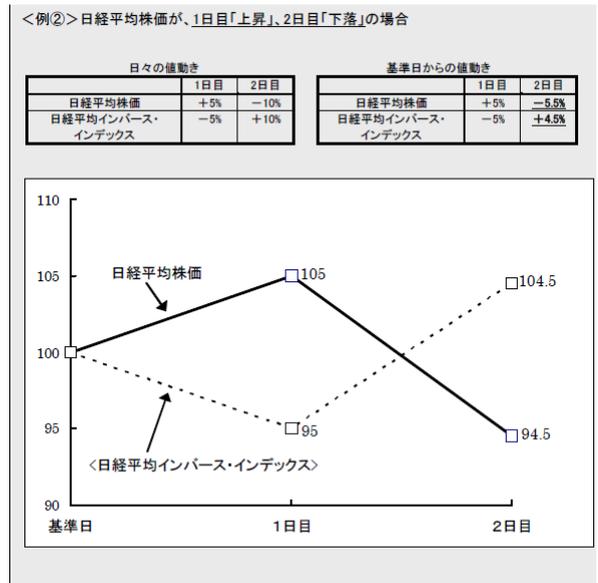
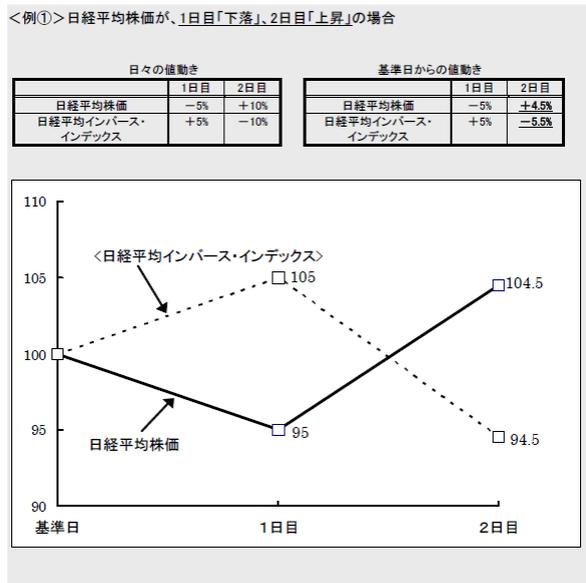
この差（ずれ）が生じる性質についてまだ一般的な用語はないが、差（ずれ）が累積することから「複利効果」と呼ばれることがある。

日経平均株価と日経平均レバレッジ・インデックス、日経平均インバース・インデックスの関係について、「下落」→「上昇」、「上昇」→「下落」、「上昇」→「上昇」、「下落」→「下落」の4つの場合について、レバレッジ指数、インバース指数それぞれの動きを図示すると、以下のようなになる。

<図1～図4：日経平均株価と日経平均レバレッジ・インデックスの計算例>



<図5～図8：日経平均株価と日経平均インバース・インデックスの計算例>

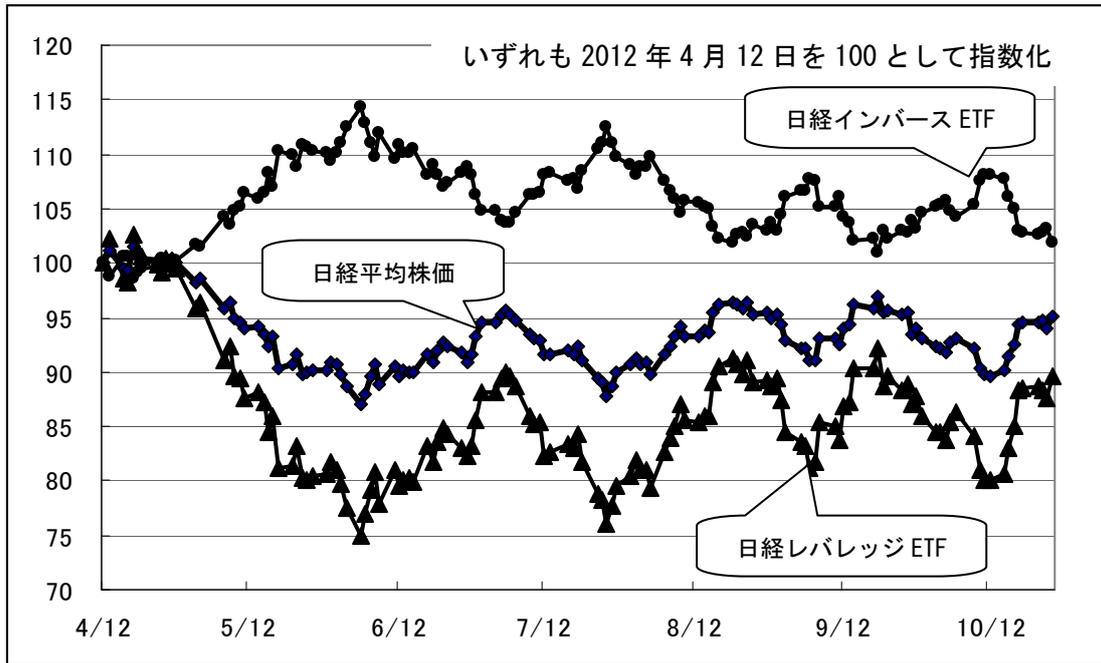


なお、これらの図示は、あくまでも計算例であり、実際の値動きを示したものではなく、実際のETFの基準価額は、信託報酬等のコスト負担や追加設定・一部解約の影響、日経平均株価の値動きと運用に利用する日経平均先物の値動きの差異の影響などにより、運用目標が完全に達成できるとは限らない。また、ETFの市場価格は、取引所における競争売買を通じ、需給を反映して決まるため、市場価格は基準価額とは必ずしも一致しない。

4. 実際の価格推移

日本の株式市場は、この半年間、4月高値から6月安値まで大きく下落した後、日経平均株価で、約8300円から約9200円の間での波動を繰り返した。日経レバレッジETF、日経インバースETFの上場日である2012年4月12日以来の市場価格と、その間の日経平均株価の値動きは、以下のチャートのとおりである。(なお、前項とは違い、ETFの実際の市場価格を用いて図示していることに注意されたい。)

<図9：日経平均株価、日経レバレッジETF 価格、日経インバースETF 価格の推移>



そして上場日である4月12日、最安値日である6月4日と、相場の転換点となった7月4日、7月25日、8月23日、9月5日、9月19日、10月12日との、日経平均株価と日経レバレッジETF、日経インバースETF 価格の騰落率を表にすると以下のとおりとなる。

<表 1 : 日経平均株価、日経レバレッジ ETF 価格、日経インバース ETF 価格騰落率比較>

| 日付 | 日経平均株価 | | | 日経レバレッジ ETF | | | 日経インバース ETF | | |
|--------|----------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|
| | 指数値 | 騰落率 | | 価格 | 騰落率 | | 価格 | 騰落率 | |
| | | 4月12日 基点 | 6月4日 基点 | | 4月12日 基点 | 6月4日 基点 | | 4月12日 基点 | 6月4日 基点 |
| 4月12日 | 9,524.79 | 0.00% | — | 4,355 | 0.00% | — | 5,940 | 0.00% | — |
| 6月4日 | 8,295.63 | -12.90% | 0.00% | 3,265 | -25.03% | 0.00% | 6,790 | 14.31% | 0.00% |
| 7月4日 | 9,104.17 | -4.42% | 9.75% | 3,915 | -10.10% | 19.91% | 6,160 | 3.70% | -9.28% |
| 7月25日 | 8,365.90 | -12.17% | 0.85% | 3,310 | -24.00% | 1.38% | 6,680 | 12.46% | -1.62% |
| 8月23日 | 9,178.12 | -3.64% | 10.64% | 3,965 | -8.96% | 21.44% | 6,080 | 2.36% | -10.46% |
| 9月5日 | 8,679.82 | -8.87% | 4.63% | 3,535 | -18.83% | 8.27% | 6,400 | 7.74% | -5.74% |
| 9月19日 | 9,232.21 | -3.07% | 11.29% | 4,015 | -7.81% | 22.97% | 6,000 | 1.01% | -11.63% |
| 10月12日 | 8,534.12 | -10.40% | 2.87% | 3,490 | -19.86% | 6.89% | 6,420 | 8.08% | -5.45% |

(指数値、価格はいずれも終値、単位：円)

この表から、相場が一方方向に動くときは、複利効果がプラスに働く傾向があるが、相場の上下動を繰り返すうちに、複利効果がマイナスに働いていくことが分かる。

5. おわりに

レバレッジ ETF、インバース ETF は、以上述べたように、独特の特徴を持っている。投資家の皆様は、特にそのリスクをご理解の上、投資されたい。

(参考文献) :

[1] 金融庁「金融・資本市場競争力強化プラン」

<http://www.fsa.go.jp/policy/competitiveness/index.html>

[2] 大阪証券取引所「ETFに関する有価証券上場規程の特例」

<http://www.ose.or.jp/rule/655>