

# ETFへの課題と期待

～それぞれの立場から



2019年5月3日  
株式会社資本市場研究所きずな

## ETF市場の現状とJPXの期待

ETF (Exchange Traded Fund) は、何等かの投資指数に連動した運用を目的とした上場投資信託だが、インデクス型の投資信託と同様の投資効果があり、投資コストの安さ、上場商品としての流動性などから、投資家にとって利便性の高い投資商品と言われている。取引所にとっても、商品性の確認を行えば、企業の上場より上場プロセスは定型化・簡略化できるメリットがあり、ETF推進は取引所事業戦略の柱の一つだ。個人投資増加を目的とする政策・取引所・国内外の投資家、そして金融政策での利用も含めてそれぞれの立場からETFに対する期待値は高い。今月は、このETFの課題と期待について取り上げたい。

先ず、ETFの現状だが、下左図は東京証券取引所におけるETF等 (ETNを含む) の取引金額推移で、2016年までは順調に増加していたが、ここ2年間は伸び悩んでいる。昨年の取引金額は、68兆3,759億円だが、これは東証1部銘柄取引金額の4.7%に相当している。また、ETFの保有状況では、2018年7月末時点で個人投資家数は68.5万人

となっており、その1年前と比較すると4.4万人の減少となっている。なお、金額ベースの保有状況では全体の3兆9,521億円のうち、信託銀行が76.7%、都銀・地銀等は7.8%、その他金融機関が5.0%、外国法人等が3.4%、個人が2.7%となっている。直近の売買の状況については、今年2月の東証におけるETF売買代金は、月間で合計3兆3,266億円で、この内、日経平均レバレッジ・インデックスETFが1銘柄で2兆302億円となっており、上位10銘柄で全体の92.3%を占めている。月間売買代金で、1000万円未満の銘柄は81銘柄あり、一部の銘柄に取引が集中して、多くの銘柄はその流動性に影響する程に売買が少ない状況が続いている。この結果、投資対象としてETFを利用する投資家が限られて、裾野が広がっていない。

一方、海外取引所のETFについては今年2月の状況を下右表 (World Federation of Exchanges 月次統計資料より) に示したが、欧米の取引所におけるETF銘柄数の多さが目立っており、東証の251銘柄 (ETNを含む) に対してニューヨーク証券取引所が1,569銘柄、ロンドン取引所グループ (ロンドン、イタリア) は3,040銘柄となっている。

また、月間(2月)取引金額ではニューヨーク証券取引所の3,596億ドルやNasdaqの7,454億ドルとなっており、東証と比べると一桁以上多い状況が続いている。

なお、取引所事業戦略におけるETFについては、日本取引所グループ(JPX)における第三次中期経営計画(2019-2021)(2019年3月28日公表)で、以上の状況を改善すべく次の施策を上げている。

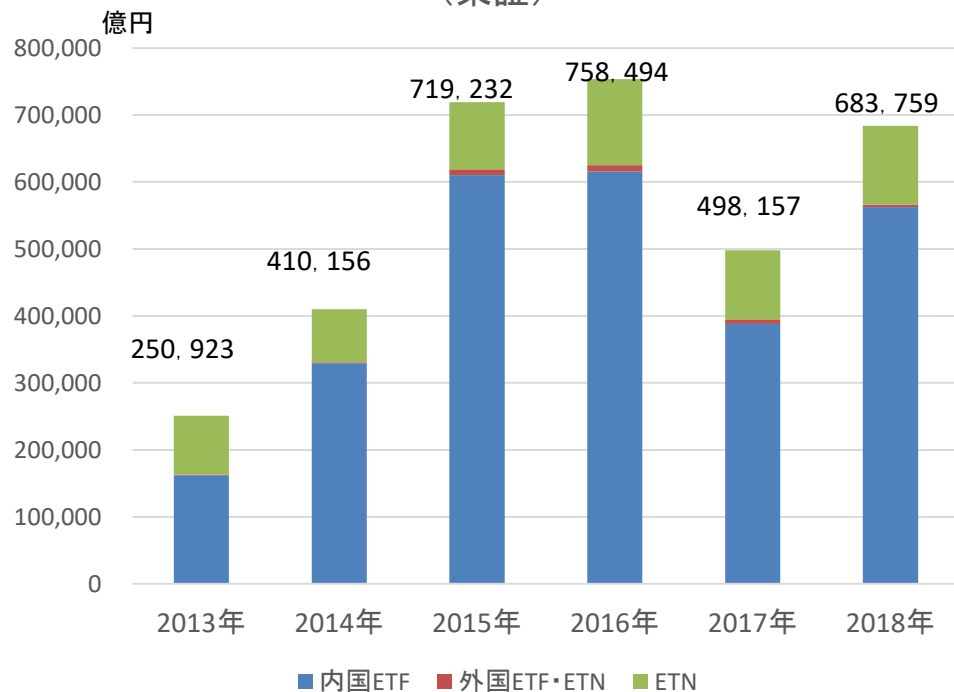
- ・グローバル競争力の強化のための清算サービス向上として、ETF設定・交換清算サービスの導入
- ・誰もが投資しやすい市場の創設に向けた取組みとして、ETFマーケットメイク制度改善・投資家プロモーション

ETFの大きなメリットとして流動性と投資コストの安さを冒頭に上げたが、ETFの流動性に問題があれば、対象とする指数と市場価格の乖離が大きくなってしまう。この乖離は大きければ、ETFの管理コストや売買仲介者コストは安くとも、投資家の実質的な売買コストを上げることとなり、結局投資家が売買を見合わせるような流動性縮小の悪循環

に陥る可能性が出てくる。東証によるETF設定・交換清算サービスの導入やマーケットメイク制度改善は、この課題克服に向けた取組みともいえる。

また、ETF市場改革の背景には、政策的な課題もある。

## ETF等の年間売買金額 (東証)



※東証資料より

## 各国取引所のETF上場数と売買金額 (2019年2月)

取引所名	上場銘柄数	取引金額(億ドル)
ニューヨーク証券取引所	1,569	3,596
ナスダック	356	7,454
東証	251	299
香港取引所	137	110
上海取引所	118	275
ロンドン取引所G	3,040	227

※世界取引所連盟統計資料より

## 政策とETF

政策とETFの関係については、2点あって、一つは個人の資産形成の為に投資ツールとしてのETFへの期待、二つ目は金融政策としてのETF利用だ。

高齢化社会を迎えて、国民が広く投資による資産形成を目指す必要があるが、ETFの商品特性であるコストの安さ・少額の投資資金でも利用可能・販売チャネルを多くすることが他の金融商品より容易などから、一つ目のETFに対する政策期待の高さに繋がる。

金融審議会の「市場ワーキンググループ報告書～国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について～」(2016年12月22日)でETFの課題と活用として以下の様に提言された。

1. ETF 市場の流動性の向上：マーケットメイク制度の導入。ETF の設定・交換に係る期間短縮。

2. ETF の認知度の向上：ETF の商品性や仕組み等を分かりやすく解説した資料を作成し、広く周知。投資信託と、同種の ETF の比較情報の提供。銀行等のETF の窓口販売の可能性検討。
3. 長期・分散・積立投資における ETF の活用促進策：、少額積立投資を目的とするETF の設計を検討。

上記の現状については、1.は次章で取り上げるが、2.については東京証券取引所においてETF関連情報提供の強化が行われていて、機関投資家向けには、ETFの現在値・前日比・インディカティブNAV(取引時間中のETF保有資産(純資産価値,NAV; Net Asset Value)に係る1口あたり推定価値をリアルタイムで)・売買高・管理会社・PCF (Portfolio Composition File:ETFが保有する銘柄毎株式数や先物建玉数等を一覧化したファイル)情報を提供することで、ETFの裁定取引を促している。また、個人投資家向けには、専用のWebページとして「東証マネ部！」を整備して、SNSを活用してETFに関する情報提供を多面的に提供している。なお、日本証券業協会が3年に1度行っている「平成30年度 証券投資に関する全国調査(個人調査)」

(平成30年12月18日公表)における個人のETF認知度は5.5%であった。

3.については、2018年1月から始まったつみたてNISA対象商品として3銘柄のETFが指定されているが、その要件として売買手数料1.25%以下、信託報酬0.25%以下、最低取引単位1,000円以下などがある。

二つ目は、金融政策及び重点政策の標章としてのETF利用だ。日本銀行によるETF買入は白川前日銀総裁時代の2010年12月15日にまったが、当初はETF買入枠が2011年末まで4,500億円であったが、現在は概ね年間6兆円程度まで拡大しており、昨年の買入額は6兆2,100億円まで増えている。今年3月までの買入額の総額は18兆54千億円まで積み上がっており、当初のETF買入はリーマンショックや東日本大震災での日本経済に対するダメージを柔らげる印象が強かったが、黒田総裁に替わってからのETF買入は、アベノミクスと相乗効果を狙った継続的な金融緩和強化策として実行されており、日本の株式市場を支える大きな要因ともなっている。

また、別途「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる

企業」の株式を対象とするETFの買入れ枠を年間3,000億円設定しているが、これに関しては2016年4月4日から毎日12億円の対象ETFの買入れが実行されており、今年3月までの累積で6,192億円まで積み上がっている。

日銀のETF買入れについては、今後そのETXT(出口戦略)が注目されるが、巨額に積み上がっていることもあってEXIT議論そのものの市場への影響は非常に大きいことが予想される。今後、市場関係者による様々な推測がなされるだろうが、決定は金融政策及びその背後の国家戦略が決定することではないだろうか。

2つの政策である個人の投資手段としてのETF改革と金融緩和強化策は直接は関係ないもの、結果としてETFの機能の見直しを後押ししたり、政策の方向性を市場に伝えることに関して、相乗的に役立っているのではないかと考えられる。

# 二つの政策

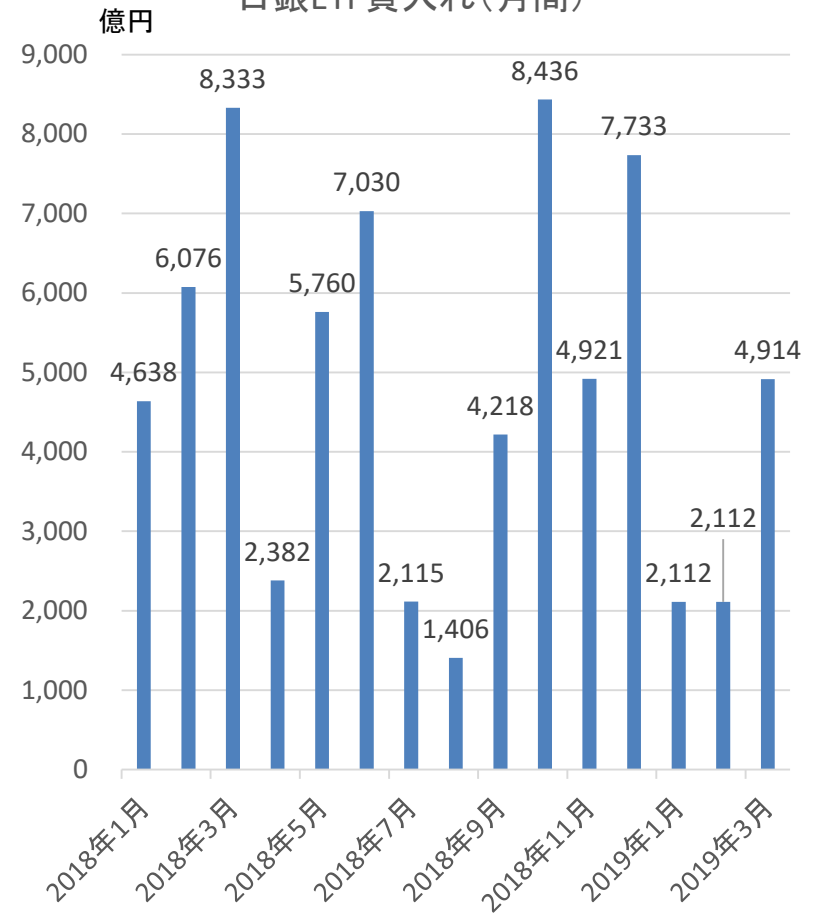
国民の安定的資産形成に向けた取組みとしてのETF活用

ETFの流動性向上

ETFの認知度向上

長期・分散・積立投資への活用

日銀ETF買入れ(月間)



## 課題解消策としてのマーケットメイク制度

前章の1. ETF 市場の流動性の向上の為に、東京証券取引所は2018年7月2日にETF市場におけるマーケットメイク制度を導入した。本年3月末時点では、野村證券、三菱UFJモルガン・スタンレー証券、Flow Traders Asia Pte Ltd、Optiver Australia Pty Limited、Vivienne Court Trading、Grasshopper Pte Ltdがマーケットメイカーとなっている。

ETF改革の目的の一つである流動性は、投資家の投資コスト低下の為に必須だ。今回導入されたマーケットメイク制度では、その流動性の向上については、海外投資家・機関投資家などの大口注文への対応をスムーズに行う目的と、出来高の少ないETF銘柄の取引円滑化を目指したものが中心となっている。

その制度概要は次の様になっている。

### ー基本設計

- ◆ 対象銘柄:レバレッジ、インバース型やETNは除くETF
- ◆ マーケットメイカー:内外の証券業者と登録高速取引(HFT)行為者(仮想サーバーの占有必須)

### ◆ 気配値提示義務(オブリゲーション):以下の制度概要

- ✓ 気配提示銘柄数(次のいずれかの銘柄数を満たす①30銘柄以上うち、低流動性銘柄(日次平均売買代金1億円未満)から20銘柄以上②海外指数ETFから15銘柄以上③・内国ETFで低流動性銘柄 から10銘柄以上、且つ海外指数ETFから10銘柄以上)
  - ✓ 気配提示時間(立会内の80%以上)
  - ✓ スプレッド・気配提示数量(例えば国内株・REIT対象(タイプB)であれば、売値買値幅が0.5%か3ticksの広い方以内、注文数量が片側1000万円以上)
- ◆ インセンティブ:マーケットメイカーに対して、日次売買代金の過多によって報酬

### ー機関投資家向けサービスとして

- ◆ メールRFQサービス:投資家が通常より大きな注文が必要な場合、東証にメールを送信することで、マーケットメイカーに希望するサイズの注文提示を依頼することが出来る。マーケットメイカーはベスト・エフォートベースでこれに対応する。



ー運用会社にもマーケットメイカーをサポートさせる仕組みとして

◆ スポンサーード ETFマーケットメイク制度:運用会社がマーケットメイクにインセンティブを支払うスキーム。

✓ 対象銘柄:運用会社が運用する銘柄から選定

✓ 期間:3か月～1年

✓ 気配提示義務:通常のマーケットメイク制度とは異なる気配提示義務の条件を設定することが可能

✓ インセンティブ:運用会社が銘柄ごとに月次で支払うインセンティブの総額を設定

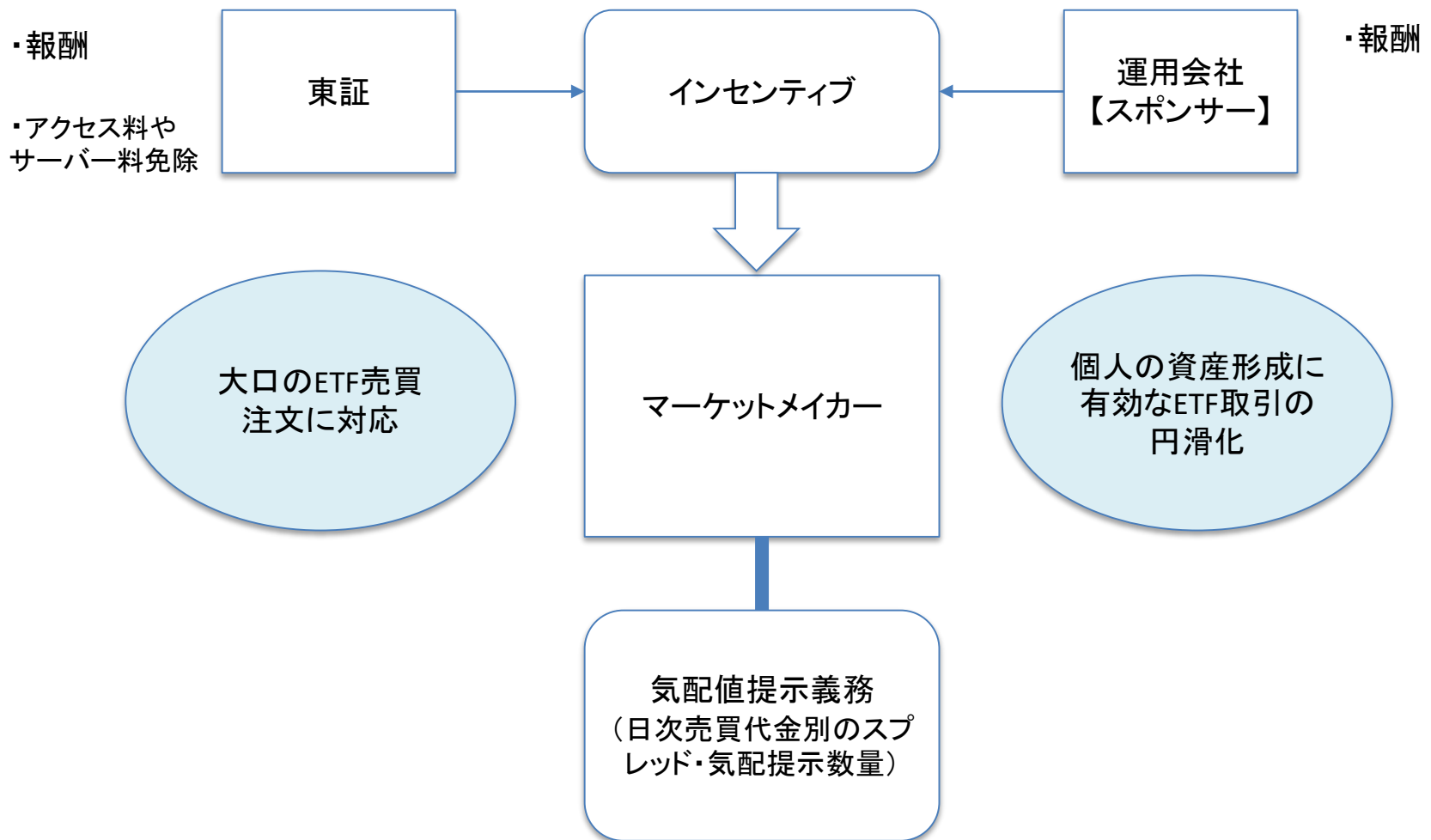
✓ マッチング拠出:2019年4月から、期間限定で追加的なオブリゲーション/インセンティブを設定。東証自身もスポンサーとして、スポンサーと同額を拠出。

以上の、マーケットメイク制度内容は、順次導入されており現在(3月末)の対象は113銘柄となっている。

この制度のポイントはマーケットメイカーへのインセンティブ付与に重点が置かれているが、制度導入から日が浅いので効果が出るまで時間が必要かもしれない。また、ETFも上場商品なので、投資家のニーズに合わせた

スクラップ・ビルドを運用会社に促す仕組みも必要ではないだろうか。

# マーケットメイク制度(概要)



## 個人投資家からみたETFの課題と期待

個人投資家にとってのETFの課題について考えてみたい。

先ずコストの安さだがETFが相対的に投資コストが安いことは変わらない。しかし、投資による資産形成を目指す政策もあって、最近では販売手数料を取らないノーロードの公募投信も増えている。一方、販売手数料に変わる、ETFの委託手数料は、ネット取引では、少額(10万円まで)であれば100円程度が多いが、大手ネット証券ではNISA口座では売買に関する委託手数料は取っていない。また、TOPIXやREIT指数など主要インデックス型では、運用会社に支払う信託報酬は年率で0.1~0.2%程度が多い。ただ、新興国への投資に関するものは、信託報酬は1~2%程度のものもあり、公募投信の水準と余り変わらない。なお、金融庁よりつみたてNISA対象のインデックス投信142本について、昨年10月末時点の平均コストが示されているが、投資先を国内とするもの(35本)の信託報酬平均が0.27%、投資先を内外・海外とするもの(107本)は同0.34%となっている。

次に流動性だが、自分が売買したいタイミングで購入及び売却が出来ることは個人投資家にとってもメリットで、日本株式を取扱っている証券会社なら東証上場ETFは取引が出来る。公募投信であれば、日々公表される基準価格で購入及び買取請求・解約ができるが、やはり上場商品であるETFの方が投資家が機動的に注文できる点で優位性がある。問題は、対象インデックスとETF市場価格の連動性で、個人投資家が想定するインデックスと市場価格の乖離が大きいと、実質的な投資コストを上げることになる。これは、前章でふれたマーケットメイク制度の導入によって解消されていくことが期待されている。

三つ目は、販売チャネルの問題だが、一般の公募投信であれば運用会社より販売会社(銀行や証券)が指定されており、特に商品性の説明が複雑なアクティブ型などは販売会社や販売方法が限られる場合もある。これに対してETFなら、運用会社による販売会社選択は必要なく、取引所にアクセス可能な証券会社であれば取り扱うことが出来る。問題は、金融審議会市場ワーキングでも取り上げられた銀行での取扱いだが、制度的にはETFも投信で登録金融機関として銀行での取扱いも可能で、実務的にはETF

取扱いの証券会社の金融商品仲介業務として行うことも出来る。しかし、銀行が直接取り扱う場合の取引所への発注システムや、仲介業では仲介手数料の問題もあり、余り現実的ではない。また、つみたてNISAやiDeCoなどでのETF利用について、両制度の導入に際して投資コストの安い投資商品としてETFが期待されていたが、同制度用に運用会社の方で対象投資信託のコスト引下げが行われ、結果としてつみたてNISAでの対象ETFは現在3銘柄しかない。勿論、ETFを意識したコスト引下げの効果はあったというべきかも知れない。

今後のETF取扱い者として期待したいのは、マス層を対象とした個人の小口投資向け証券業務への新規参入者と、独立色の強いファイナンシャル・アドバイザーとしての金融商品取引業者(IFA)についてだ。

ETFの特徴としては1口から投資できるので、複数のETFを利用すると特定のポートフォリオを少額の資金から組むことも出来る。現在、流通系や通信系・航空会社などのポイントを利用したつみたて投資サービスが始まっているが、つみたて投資から少額の投資運用に個人投資家が進んでいく過程でETFの利用が進む可能性がある。また、

IFAは運用会社の制約がないETFを組み合わせることで、顧客の最適なポートフォリオを提供していくことが出来るので運用成果報酬の獲得(投資助言・代理業)も可能となる。

個人にとってのETFの最大のメリットは、少額でも安価な投資サービスが提供されることだろうが、今後新たな投資サービス提供者や証券会社などが、新たなETF利用を進めることに期待したい。

# ETFの個人投資家メリットと関係者課題

