



拡大が続く日本のETF市場

東京証券取引所 マーケット営業部 課長

津野 明彦

2013年末で、世界のETF（上場投資信託）の純資産総額は、196兆円（2013年3月末）となっており、ETFはこの10年間の金融商品のなかでも最も成功した商品と言えるのではないだろうか。日本においては、ETF・ETNの普及が進んでいないのではないかと指摘もなされることもあるが、直近の内国ETFの純資産総額は8兆1,255億円（2014年3月末）となっており、これは10年前と比較して約2.7倍と市場規模は大きく伸びている。本稿では、現状のETFの流動性や保有構造などを概観し、普及の状況、今後の展望などを検討してみたい。なお、本稿の意見部分は

〈目次〉

1. アジアNo.1のETF市場へ
2. 日本のETF市場を牽引している要因を流動性と残高（受益者情報調査）から考察
3. 今後の展望
4. おわりに

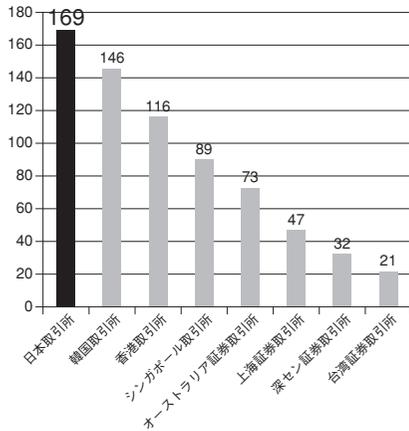
筆者の個人的見解であり、東京証券取引所（以下、「東証」という）の公式見解ではないことをあらかじめお断りする。

■ 1. アジアNo.1のETF市場へ

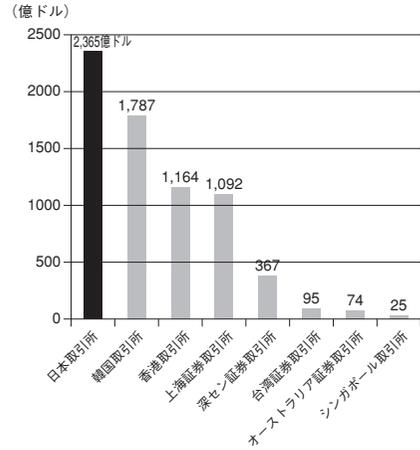
2013年は、アベノミクスによる日本市場への期待感の高まりを背景に、日本のETF市場は、銘柄数、流動性、純資産総額とも大きく飛躍し、アジアで最大規模の市場となった（図表1、2、3）。

こういった状況を背景に、2013年の新規上場銘柄は、2012年の3倍以上の28銘柄と増加傾向にあり、とりわけ個人投資家に人気の高いレバレッジ型・インバース型指数に連動するETF・ETNや、外国株指数に連動するETF・ETNなどに加え、金融機関のバーゼルⅢ規制に対応するための銘柄として、TOPIX Ex-Financialsに連動するETFが登場するなど、アセットクラスの多様化がより一

(図表 1) ETF・ETN銘柄数 (2013年12月末)



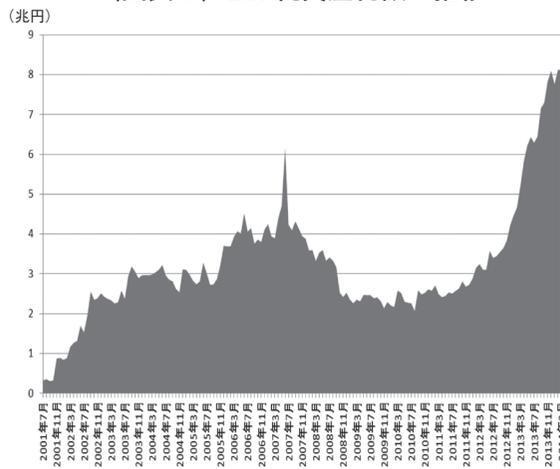
(図表 2) ETF・ETN年間売買代金 (2013年)



(出所) 世界取引所連盟(WFE)の統計をもとに東証作成

(出所) 世界取引所連盟(WFE)の統計をもとに東証作成

(図表 3) ETF純資産総額の推移



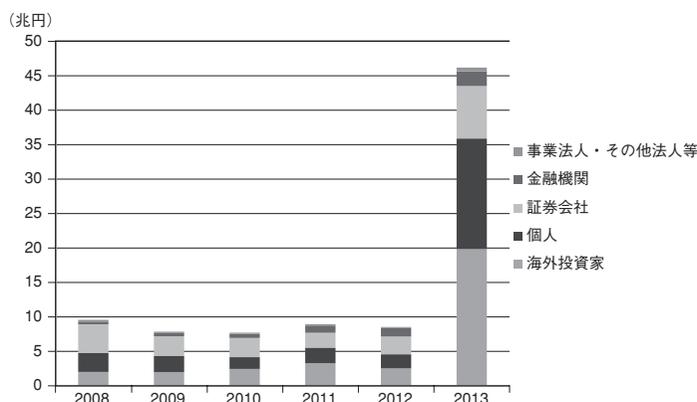
(出所) 投資信託協会

層進んでいる。また、2014年に入ってからも、JPX日経インデックス400に連動するETFの設定が相次ぐなど、その傾向は継続している。

日本におけるETF市場は、その市場規模の拡大もさることながら、従来のTOPIX、

日経平均株価に連動するプレーンなETFの活用から、次のステージに入ったと考えられる。

(図表4) 投資部門別売買代金(往復)の状況



(出所) 東京証券取引所

2. 日本のETF市場を牽引している要因を流動性と残高(受益者情報調査)から考察

(1) 最近のETF市場の流動性

最近5年間のETF市場における流動性の推移をみると、2013年は過年度の約5倍程度と大きく売買代金(立会内外)を伸ばしている。これはいわゆるアベノミクスによる日本株への期待感の高まりによって、株式相場が大幅に上昇したことも大きな要因であるが、もう一つの要因として、2013年7月に現物株市場を東証に集約したことも挙げられる。売買システムの集約化により、海外投資家の利便性の向上につながり、流動性の向上によって更なる個人投資家の参入も促されている(図表4)。

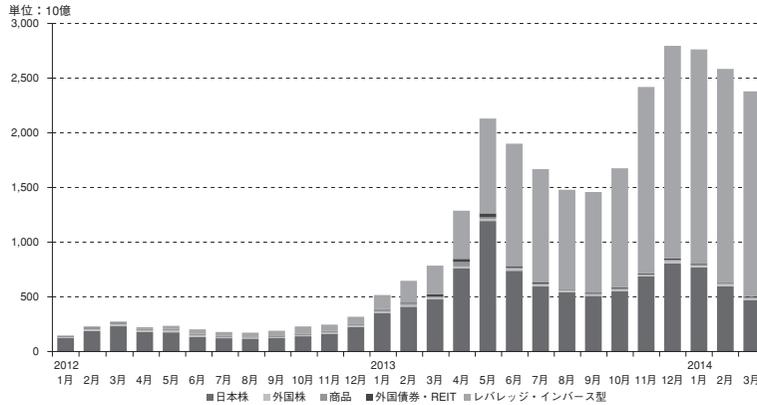
銘柄のアセットクラス別に売買代金(立会

内)の内訳をみると、2013年は、レバレッジ・インバース型のETFが売買代金で57%を占めており、短期の値幅取りのためのツールとして着目した個人投資家や海外投資家が活発に取引を行っている。これらのETFの立会内での流動性の増加が市場全体の流動性の増加に貢献している(図表5)。

上記のとおり、ETFの流動性は大きく向上している一方で、国内外の機関投資家から、「ETFで大口の売買執行に耐えられるのは一部の銘柄だけであり、全般的に流動性が少ない」という指摘がなされることがある。

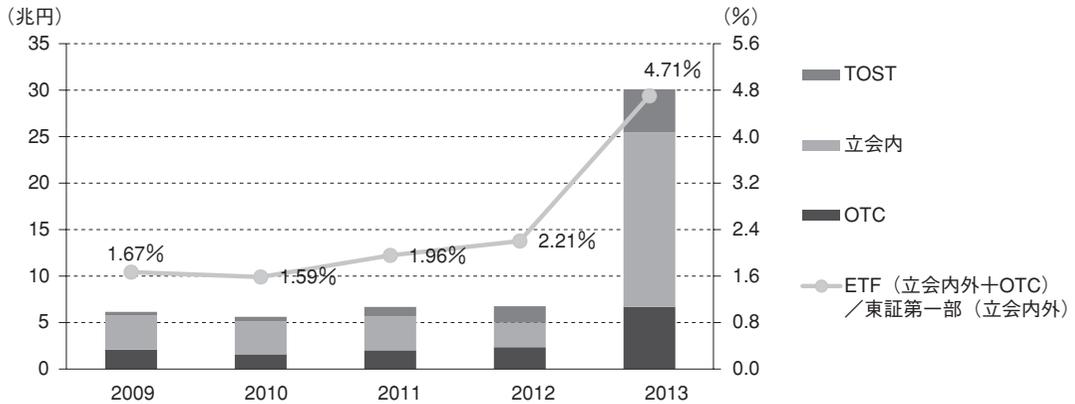
ETFの流動性をみる場合に、立会内取引、立会外取引(ToSTNeT)、市場外取引(OTC取引)のどのデータをみると良いのか質問を受けることが多いが、ETFは、設定・解約のサイクル上(注1)、機関投資家が行う大口取引の売買執行は、ToSTNeT又はOTCで執行されることが多いため、立会内の板状況(デ

(図表5) 連動対象カテゴリー別にみたETF立会内売買代金の推移



(出所) bloombergをもとに東証作成

(図表6) 売買執行形態別にみたETFの売買状況



(出所) 東京証券取引所、日本証券業協会

プス及びビットアスクスプレッド) や売買代金だけのデータでは本来の実態をあらわしていない。

東証一部の売買代金に対するETFの売買代金の比率をみると2013年に大きく伸びているが、立会内のみならずToSTNeTやOTCにおける売買代金も増加しているのは、こうい

った機関投資家の大口の取引を取り込んでいるためと考えられる(図表6)(注2)。

すなわち、設定・解約を通じたETFの流動性供給機能は、ETFの基となっているアンダーラインのアセットの流動性が最も大事であり、立会内の流動性だけをみて判断する必要はないという点が重要であり、実際に

(図表7) TOPIX Ex-Financials ETFにおける売買執行状況

銘柄名 (銘柄コード)	大和上場投信TOPIX Ex-Financials 1585	上場インデックスファンド TOPIX Ex-Financials 1586	NZAM上場投信TOPIX Ex-Financials 1596	TOPIX Ex-Financials 指数の構成銘柄
管理会社	大和証券投資信託委託	日興アセットマネジメント	農林中金全共連アセットマ ネジメント	
立会内外売買代金 (3月)	2,596万4,440円	37万3,638円	140万6,240円	40兆9287億3643万円
OTC (3月)	11億1,881万円	7億3,915万円	50億5,000万円	5兆4336億167万円
純資産総額 (3月末現在)	213億5,200万円	56億7,900万円	59億7,500万円	

(出所) 東京証券取引所、日本証券業協会

TOPIX Ex-Financials ETFという金融機関向けの商品では、アンダーライニングのアセット (TOPIX Ex-Financials指数の構成銘柄) の流動性が豊富なため、立会内での流動性に関わらず、設定・解約を通じてのOTCにおける流動性が圧倒的となっている (図表7)。

もちろんOTCでの取引を好まない^(注3) 機関投資家の取引を取り込めるよう多様な投資家を呼び込み立会内での流動性を増やすよう引き続き取り組んでいきたい。

(2) ETF受益者情報調査(2014年1月)を基にした受益者の実態

全国の金融商品取引所では、2012年11月に初めてETFの保有構造の把握を目的とした調査を実施し、以降、年2回、1月及び7月の月末を基準日として調査を実施し、公表している。

今回の受益者調査では、受益者数、保有純資産総額でもいずれも拡大傾向がみられており、その内容について概観してみたい。

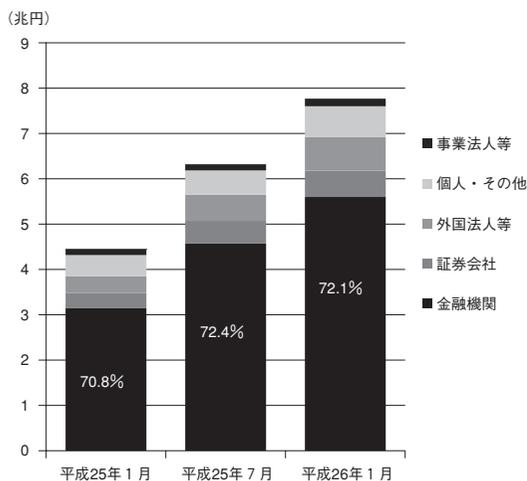
受益者数では、2013年7月比1万5,919人増の39万8,428人と大きく増加しており、そ

の内訳としては、「個人・その他」カテゴリーで1万5,558人増と、受益者のなかでも個人投資家の増加が目立つ。個人投資家が投資している連動対象資産のカテゴリー別にみると、外国株指数、REIT指数、その他 (コモディティ等) での受益者数の増加がみられ、個人投資家が日本株指数に連動するETFだけでなく投資のツールとしてETFの活用の幅を拡げている様子が見え始める。

次に保有純資産総額の内訳をみると、保有主体では、金融機関が72.1%を占めている状況に変化はないが、「都銀・地銀等」カテゴリーで9,654億円 (2013年7月比2,801億円増、同40.9%増)、信用金庫、信用組合、農林系金融機関等が含まれる「その他の金融機関」カテゴリーで7,733億円 (2013年7月比1,701億円増、同28.2%増) と金融機関におけるエクイティ投資のツールとしてのETFの活用が一層増加している (図表8)。

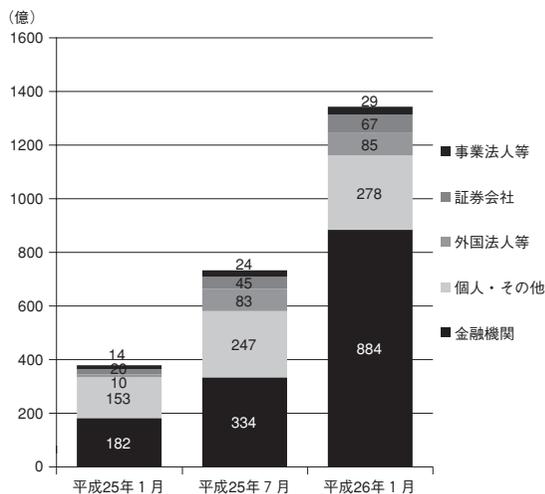
特に金融機関の増加が目立つ連動対象のカテゴリーとしては、REIT指数に連動するETFの純資産総額の増加が挙げられる。同カテゴリーでは、2014年1月末現在で1,345

(図表 8) ETF投資部門別保有純資産総額



(出所) 東京証券取引所

(図表 9) REIT指数連動型ETFの投資部門別保有純資産総額



(出所) 東京証券取引所

億円 (2013年7月末比611億円増、183%増)と半年で2倍近くにまで増加している。安定的な分配金利回りを求める金融機関が、投資ツールとしてETFへ活用の軸を移行しつつあるのではないかと思料する(図表9。後段「3.(2)機関投資家の活用の拡大」参照)。また、REIT指数に連動するETFとしては、本調査日以降も「MAXIS Jリート上場投信」(銘柄コード1597、2014年2月25日上場)、「NZAM上場投信 東証REIT指数」(銘柄コード1595、2014年3月7日上場)の2銘柄が上場し、それぞれ純資産残高を順調に増加させており、今後も拡大が続くものと考えられる。

3. 今後の展望

(1) 証券会社における営業ツールとしての活用

ETFは、公募投資信託とは異なり、信託報酬部分から販売会社の事務に対する報酬である代行手数料がないことから、営業に対するインセンティブが乏しく、営業の現場では取り上げづらいとの意見をよく聞く。構造的に優れた商品であるETFの普及を困難にしている要因が、その商品性にあるのは皮肉なことだが、一方で、機関投資家も個人投資家も、コストや流動性のメカニズムなどの優れた商品性を理解すると更に投資が進むものと考えられる。

例えば、金融機関のエクイティ投資が

ETFへシフトしていくなか、これまであまりETFを取り上げてこなかった証券会社のホールセール営業でも、導入の営業ツールになるものと考えられる。機関投資家がブローカー選定を行う場合に、執行能力など厳密なスコアリングによって選定を行っていることが多いが、地域金融機関などの運用にあたっては、地域における関係などを要素に入れて、上場銘柄は、あえて地域の証券会社へ発注することもあると聞く。このような、立会時間中の板での売買執行の取込みに加え、ETFの運用会社との間で、設定・解約により直接、現物株（若しくは金銭）とETFのやりとりを行うことができる指定参加者^(注4)になることによって、板での流動性が乏しい銘柄でもOTCでの取引の取り込みも可能性があるのではないだろうか。

また、昨今、対面証券会社では、長らく投資家に対して、公募投資信託や外債等を主体に販売活動を行ってきた結果、30代未満の営業員は、個別株式の営業に慣れていないとの話を聞く。NISAに対して関心が高まっているなか、中長期に保有する投資者にとっては、保有コストが比較的安くメリットがあるETFは、個別株式の営業に慣れていない営業員でも営業しやすいインデックス投資のツールではないかと考えられる。

(2) 機関投資家の活用の拡大

ここ数年、ETFの活用を最も増加させた機関投資家として国内金融機関が挙げられ

る。国内金融機関は、ポートフォリオにおける債券投資の逆相関のアセットクラスとして、エクイティ投資を行っている。ETF投資を進めている背景として、①金融機関は、調査分析に割ける社内リソースの制約を理由に、個別株投資からETFを活用したインデックス投資へ切り替えつつあること、②アンダーライニングのアセットの流動性があれば、機関投資家が執行可能な取引ロットにも耐えうる流動性が得られるという理解が進みつつあること、③インサイダー取引への懸念の払拭からETFの活用に関わりつつあること、——が挙げられる。

特に、昨今、J-REIT ETFの残高が大きく増加しているが、これは、流動性への理解に加え、国内金融機関の会計処理に対する理解が進んだ面が大きいものと考えられる。従来、J-REITそのものの会計処理について、①期中の分配金については、「有価証券利息配当金」で処理すること、②売却した際に発生する売却損益は、その他業務収益中の「国債等債券売却益」またはその他業務費用中の「国債等債券売却損」により処理することが、全銀協通達により明示されている^(注5)が、通達当時、現在のような多様なETFが組成されていなかったこともあり、J-REIT ETFについての処理については、必ずしも明確ではなかった。しかしながら、ETFは、単にJ-REITを保有しているピークルに過ぎないことから、J-REITと同様の会計処理で取り扱う認識が拡がり、取扱いが増加してい

る。

加えて、従来、J-REITに係る投資証券の取引は、原則としてインサイダー取引規制の対象外とされてきたが、証券市場の公正性・健全性に対する投資家の信頼を害するおそれがあることから、2012年12月7日に公表された金融審議会の投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ最終報告における提言を受けて、2014年4月1日から、J-REITに係る投資証券の取引についても、インサイダー取引規制が導入されるに至った。この動きを受け、インサイダー規制の対象外であるJ-REIT ETFへの投資を増やす動きがみられる。

また、取引にあたってのインフラとして、インディカティブNAV^(注6)の活用が定着しつつあることも挙げられる。東証では、2011年4月11日からインディカティブNAV、PCF^(注7)の配信を開始しているが、昨今、機関投資家がETFのOTCにおける売買執行にあたり、インディカティブNAVを基にした取引を行うなど、実際の売買執行のインフラとして活用されつつある。透明性が高いインディカティブNAVを基にした売買が増加するのは自然な流れのように考えられる。

ETFは、一部の機関投資家が、TOPIXや日経平均株価のような代表的な日本株指数に連動するETFを利用していた時代が長らく継続していたが、上記のとおり金融機関では、J-REITのようなアセットクラスへの投資ツールとしての活用やJPX日経インデックス

400の活用など活用の幅が拡がりつつある。今後は、年金運用における投資ツールとしての活用が拡がるよう働きかけを実施していきたい。

(3) ETF市場拡大にあたっての今後の課題

今後の課題としては、①流動性、純資産総額の更なる拡大、②商品性の改善、③レンディング市場の拡大が挙げられる。

一つ目の流動性、純資産総額の拡大にあたっては、多様な投資家の参加を促すこと、投資家ニーズのあるETFの新規上場促進が重要である。例えば、個人投資家にはレバレッジ・インバース型のETFの人気の高いが、海外投資へのアクセスが容易になる外国株指数に連動するETFなどは、公募投信の残高からするとまだまだのりしろが大きいと思われる。ETFの新規上場の促進については、ETFの設定が無い国・地域、スマートベータといわれるインデックス、JGBなど債券物などが考えられる。東証としても、個人投資家や機関投資家への投資教育、パンレットやガイドブックの作成・配布など取り組んでいるが、引き続き普及促進に努めていきたい。

二つ目の商品性の改善に関しては、設定・解約に関する諸課題への取組みが考えられる。国内外の機関投資家が東証上場ETFの活用にあたって、例えば、金銭現物混合設定^(注8)(ブラックアウト期間の縮小)、設定・解約の手続きの統一化・サイクルの短縮化

(注9)、PCFの開示促進(注10)、目論見書の英文化など、商品性の改善にあたっての指摘が数多くなされている。一部は、今後解消が見込まれるものもあるが、指摘を受けながら解消が見込まれないものも多い。今後の関係者の一層の検討・改善に期待したい。

三つ目のレンディング市場の拡大については、ETFは、借り手のニーズが大きいものの貸し手が限られるため、レンディングマーケットに出てこないとの指摘がなされている。ETFの機動的なレンディングが可能となると、レンディング市場から調達して解約に回すなどの機動的な取引が可能となり、更なる流動性の増加につながるものと考えられる。前述のとおりエクイティ投資を行っている機関投資家の層は、ETF受益者情報調査によって明らかになっているため、関係各社のレンディングデスクにおいて、ETFそのもののレンディングに向けた取組みが活発になることを期待したい。

■ 4. おわりに

日本のETF市場は、関係者の努力もありアジアNo.1の市場となったが、米国をはじめとした諸外国における拡大の状況を勘案するとまだまだ大きな可能性があると考えられる。これらの課題を一つずつ解消することにより、投資ツールとしてのETFの使い勝手が高まり、より一層流動性及び純資産総額の増加が見込まれるものと確信している。

(注1) 指定参加者は、投資家から注文があった場合に、在庫玉が無い場合、設定によりETFの受益証券を受け取り投資家へ受け渡す。この際、設定の申込みから投資家へETFの受益証券を受け渡すサイクルは、T+3のサイクルに間に合わないことが多いことから、T+4以上での受け渡し、即ちOTCでの取引となる。

(注2) 図表4の投資部門別売買代金の状況には、OTCは含まれていない。

(注3) OTCでの取引では、投資家はカウンターパーティリスクを負うこととなること、市場で売買執行するよりも執行コストが高くなるのではないかと懸念、板での流動性が少ないことによる売却する場合の流動性リスクを気にするなどからOTCでの取引を忌避する機関投資家も多い。

(注4) 指定参加者については、東証のweb siteを参照。実際に指定参加者になるためには、各ETF運用会社によるデューデリジェンスを踏まえ、個別に契約を締結する必要がある。また、ヘッジを行うための仕組みやバスケット取引を行うためのシステムなど別途検討する必要がある。<http://www.tse.or.jp/rules/ETF/investors/support.html>

(注5) 「上場投資信託の経理処理について」(平14全経会33(14.12.24))

(注6) インディカティブNAVとは、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いう。

<http://www.tse.or.jp/rules/ETF/inav/index.html>

(注7) PCFとは、「Portfolio Composition File」の略で、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のことを言う。

(注8) ETFの金銭現物混合設定については、「運用の対象である各銘柄の有価証券の配当落ち又は権利落ちを跨ぐこととなる場合」において、関連する政令・内閣府令案等の改正案がパブリックコメントに付されており(2014年5月26日(月)12時00分(必着))、2014年12月1日(予定)を目途に施行が見込まれている。(参考) 金融庁website <http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20140425-1>

html

(注9) ㈱証券保管振替機構において、業務処理要領を改訂し、2013年10月1日設定申込み分からETFに係る新規記録の早期化が図られている。(参考) ㈱証券保管振替機構website http://www.jasdec.com/download/ds/youryou_5_10_20140401.pdf

(注10) 東証のwebsiteにおいて、主に日本株指数に連動するETFのPCFが開示されている。(参考) 東証website <http://www.tse.idmanagementsolutions.com/iopv/table?language=jp&iopv=1>



津野 明彦 (つの あきひこ)

大学卒業後、東京証券取引所に入社。債券部、上場審査部等を経て、2011年4月からマーケット営業部に配属。主にETF市場の拡大のためのセカンダリー活性化業務を担当。