



# 今後のETF市場について

---

2016年9月21日  
日本取引所グループ 東京証券取引所

# 目次

---

## ETFの特徴

- 家計のポートフォリオ・リバランスを考えるにあたり
- 長期分散投資にあたり必要な商品
- ETFの特徴

## 世界と日本の現状

- 世界と日本のETF市場の発展  
参考：米国の機関投資家によるETFの利用
- 日本のETF市場の現状

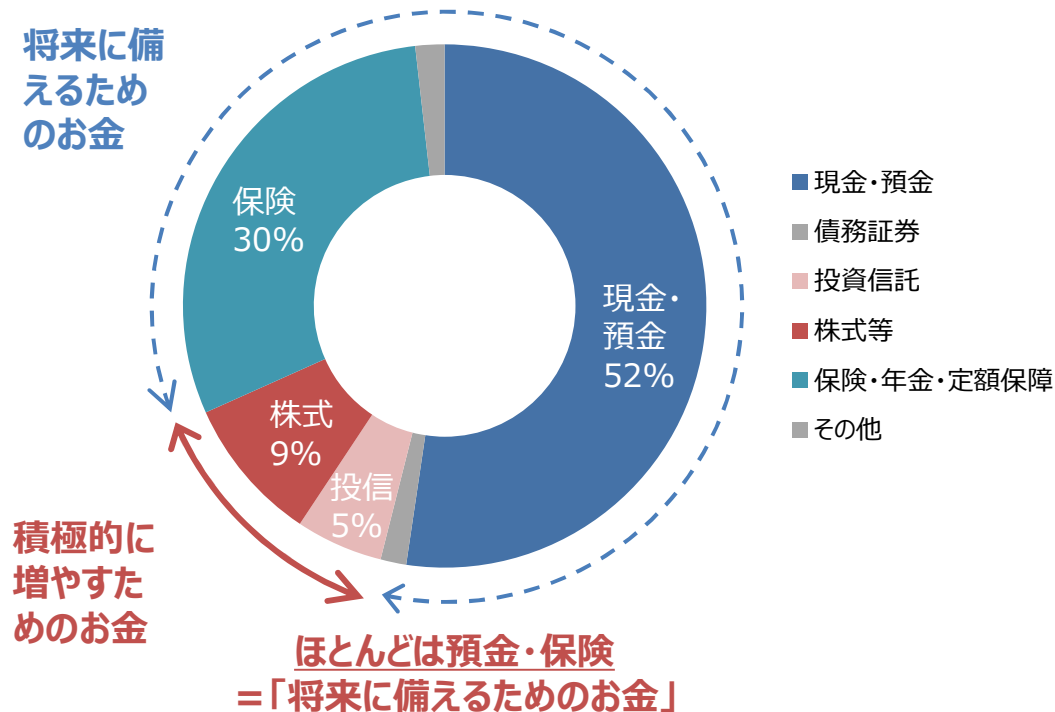
## 今後の課題と打ち手

- より良いETF市場のために整備すべきポイント  
参考：投資初心者にもより使いやすくする仕組み
- ①品揃え 必要なラインナップと現状
- ②流動性 現状と課題
- ②流動性 求められる対応 1：マーケットメイク制度の導入
- ②流動性 求められる対応 2：設定・交換の円滑化
- ③認知と選択 個人投資家の認知度
- 国民の長期的な資産形成に向けて  
別添：ETF設定の問題点解消スキームイメージ

# 家計のポートフォリオ・リバランスを考えるにあたり

- 家計のポートフォリオ・リバランスが本格的に進み始めたと言えず、家計金融資産は「現金・保険」が大半を占め、「株式・投信」は少ない。
- 「株式・投信」は、「積極的に増やすためのお金」としか認識されず、「将来に備えるためのお金」との意識は低いのではないか。
- 家計のポートフォリオ・リバランスを考えるに当たっては、**「将来に備えるためのお金」として投資が行われるような意識の変換を目指し、環境を整えるべきではないか**

日本の家計金融資産構成  
(2016年3月末)



# 長期分散投資にあたり必要な商品

- 「将来に備えるためのお金」の投資は、長期投資である必要があり、アセットクラスの分散とアセットクラス内での分散も必要
  - 十分な分散投資を行うためには多額の費用が必要となり、個人が個別の株や債券で行うのは難しいため、個人が効果的に分散投資を行うためには、投資信託やETFのような商品が必要
- 特に長期分散投資にあたっては、**コストが低く、透明性が高く、簡単・シンプル**といった特長を持つ商品が求められるのではないかと

## 【長期分散投資にあたり必要な商品】

### コストが低い

- コストの違いは長期投資においては大きな差になる
- 特に金利が低い昨今、重要性は増加

### 透明性が高い

- コスト構造や理論価格とのかい離といった情報が容易に手に入る、透明性の確保が重要

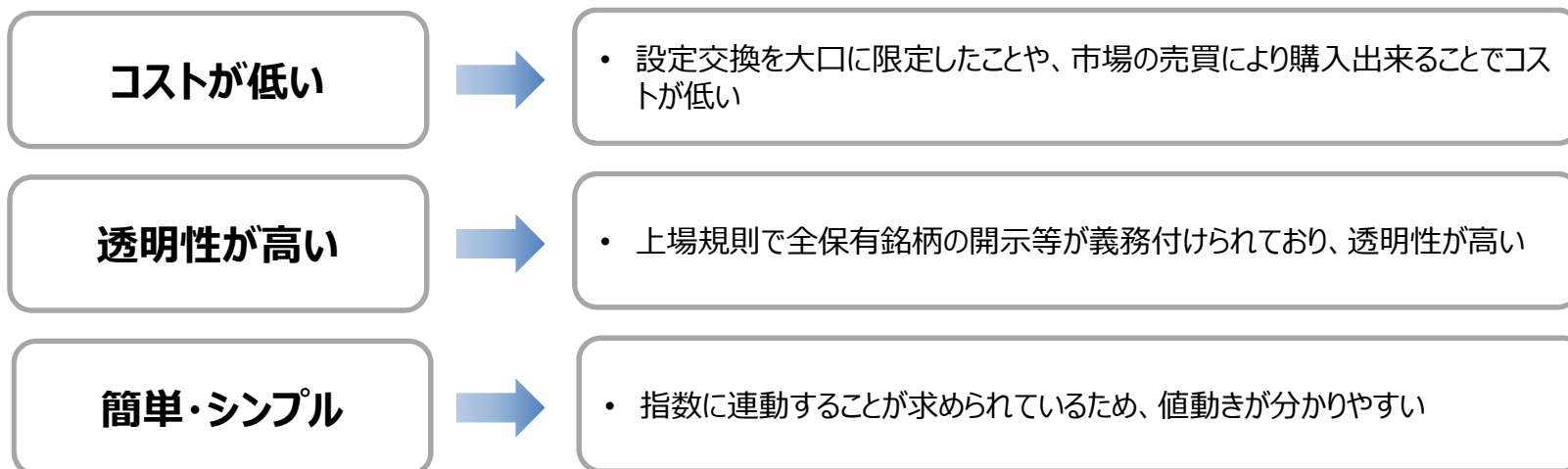
### 簡単・シンプル

- 専門知識がなくとも投資内容を容易に理解出来る商品であるべき
- 投資者によってニーズが異なることを前提とすると、複雑な商品が1つあるのではなく、簡単な商品を組み合わせることでニーズに応えることが望ましい

# ETFの特徴

- ETFの特徴は、設定交換を大口に限定したことや、株と同じ様に取引所で取扱われていることで、コストが抑えられていることが多い
  - 指数に連動することが求められているためシンプルな商品であり、上場規則により透明性が高い
- 個人投資家の資産形成に適した商品の1つといえる

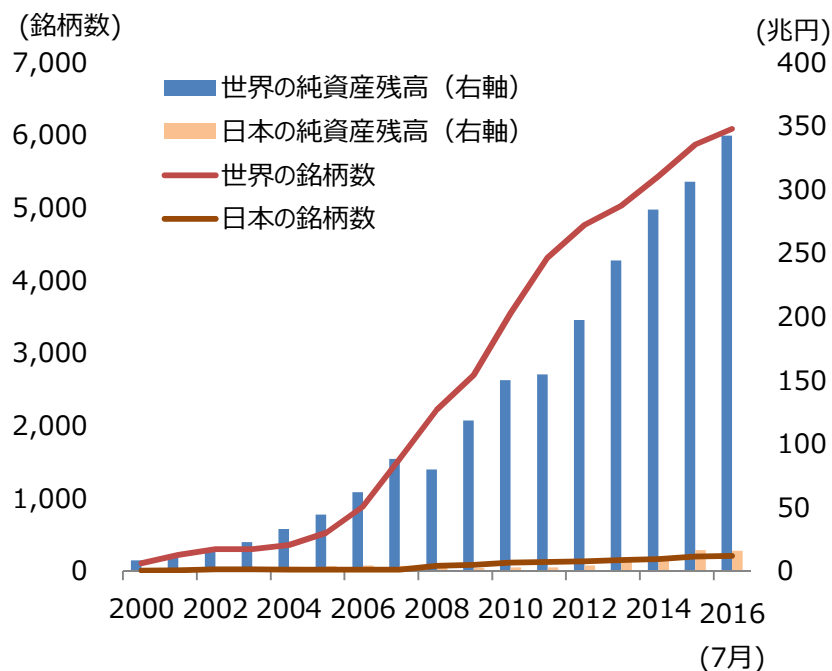
## 【長期分散投資にあたり必要な商品の条件とETFの特徴】



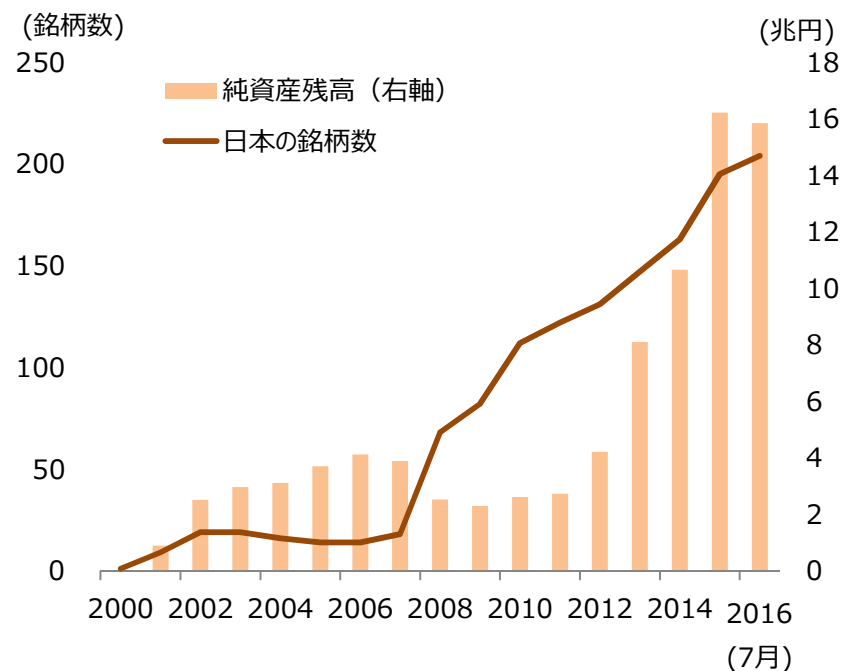
# 世界と日本のETF市場の発展

- 個人・機関投資家いずれの利用も取り込んだことで、2000年代に入り、世界中でETP\*の利用が大幅に拡大し、10年程度で純資産残高・銘柄数ともに5倍を超える伸びを見せている。また、商品の多様化も進んでおり、海外では債券ETFやスマートベータETFが急拡大している。
- 日本でも純資産残高・銘柄数ともに拡大を遂げたが、世界の中では3～5%程度に過ぎず、まだまだ小さい。

### 世界と日本のETPの純資産残高と銘柄数



### 日本のETFの純資産残高と銘柄数



※ 出典：Blackrock ETP LANDSCAPE INDUSTRY HIGHLIGHTS・投資信託協会

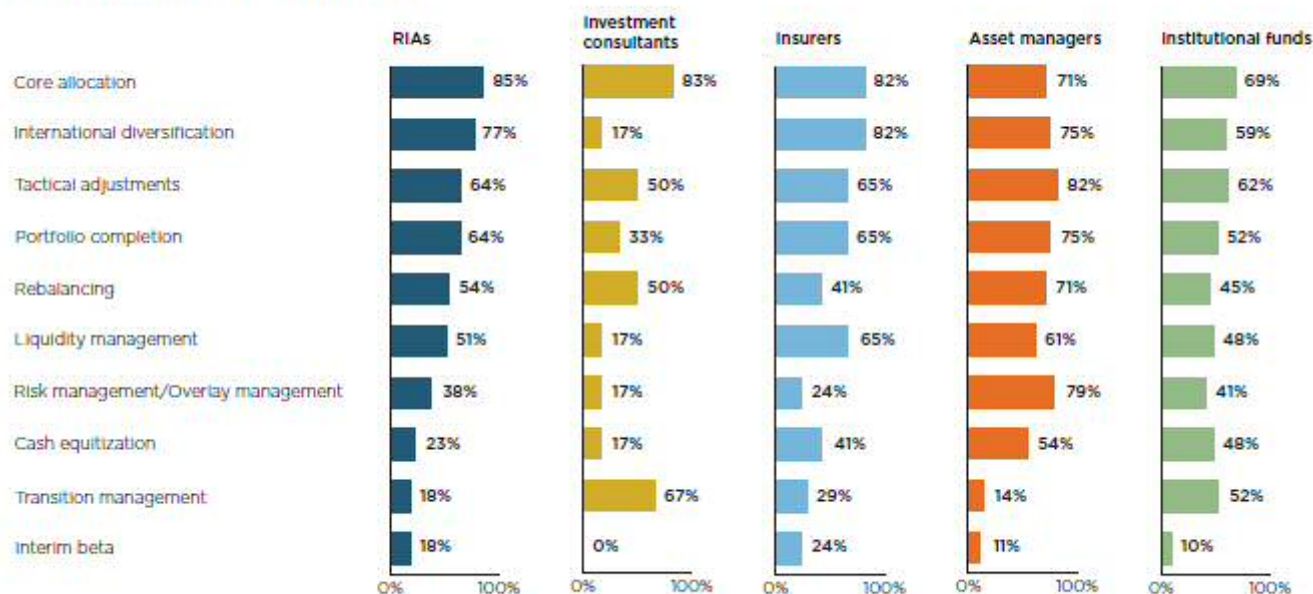
※ ETP(Exchange Traded Products)とは、ETFに加えて、特定の指数に連動するように作られた証券を市場で取引するETN (Exchange Traded Notes) を合わせた、より広い概念

## 参考：米国の機関投資家によるETFの利用

- 米国では確定拠出年金等での利用も含め、個人に使われているだけでなく、機関投資家の間でもETFが広く使われている（43%の機関投資家が資産の10%以上をETFに投資している）
- 理由としては、投資分散のコアツールとしての利用、セクターやサイズへの投資、一時的なポジション構築の他、原資産より高いETFの流動性を選好しているとの理由も見られる

**43%**  
OF INSTITUTIONAL  
USERS INVEST  
**10% OR MORE**  
IN ETFs

### MOST COMMON ETF APPLICATIONS



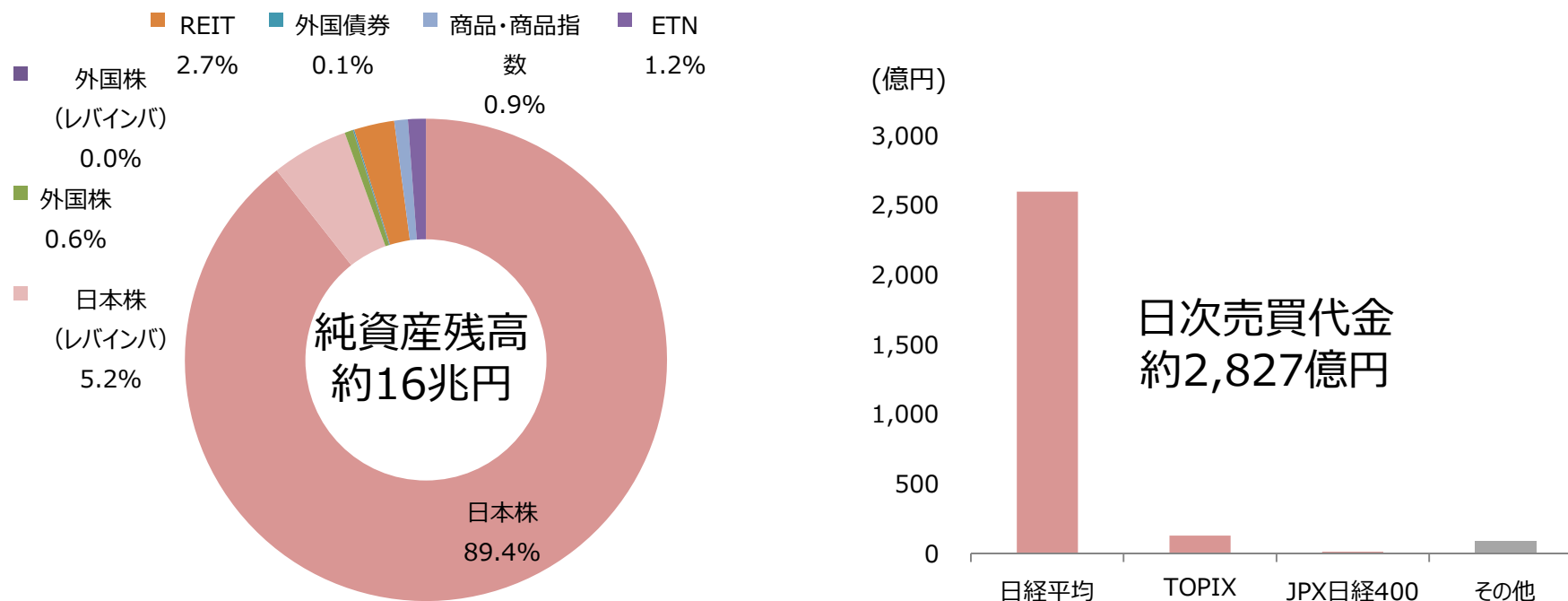
Note: Based on 39 responses: 39 RIAs, 6 investment consultants, 17 insurance companies, 28 asset managers, and 29 institutional funds.  
Source: Greenwich Associates 2015 U.S. Exchange-Traded Funds Study

※RIA = Registered Investment Advisor  
Tactical Adjustments = 一時的にセクターやサイズに集中する  
Portfolio completion = 原資産で運用出来ない部分にETFを利用  
Liquidity management = 原資産より流動性が高いためETFを選択

# 日本のETF市場の現状

- 日本でもETF市場は拡大を続けてきたが、利用されるETFが日本株（及び日本株レバレッジ・インバース）に偏っている。売買代金も一部の指数を対象としたETFに集中している。
- 多様な資産クラスへの投資を容易にするというETFの特性を踏まえると、**より多様な銘柄・資産クラスの利用促進が望まれる**

日本のETF(ETN)の純資産残高と売買代金



※ 出典：Bloomberg・東京証券取引所 外国株/外国債券の純資産残高中に、重複上場やJDRは含まない。  
 純資産残高は8月末、売買代金は2016年1-8月の日次平均売買代金。各指数には派生した指数（レバ・インバ・エンハスト）の売買代金も含む



# より良いETF市場のために整備すべきポイント

- 利用が拡大してきた一方で、現状、日本のETF市場はまだ使いにくいとの声も聞かれる
- ETF本来の特徴が発揮されるには、以下のようなポイントが整備される必要がある

## ①品揃え

### ETFワンストップで資産形成出来る品揃え→より良い商品の提供

- 外国株や債券等も含め、長期分散投資に必要な商品が全て揃う
- 日本株でも、より利便性の高いスマートベータ等商品が拡充され続ける

## ②流動性

### いつでも適正な価格で売買出来る環境

- 十分な注文が提示されることで、投資家がいつでも適切な価格で売買できる
- 設定交換が円滑に行われることで、ETFが適切に市場に供給される

## ③認知と 選択

### 認知した上で選ばれる仕組み

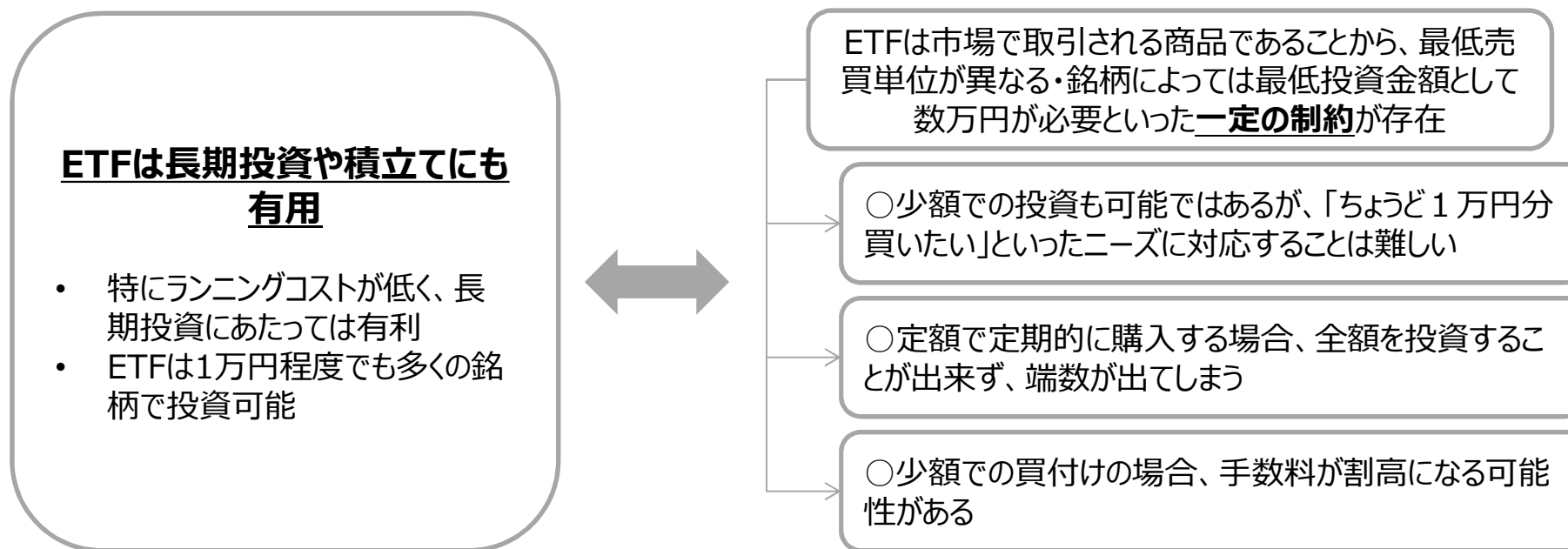
- 長期投資に資する商品が多くある中で、必ずしもETFが選ばれることにならなかったとしても、「ETFがあること」「ETFのメリット／デメリット」を投資家が認識した上で、ETFの方が有用であれば使われる仕組み

これらが整備されることで、ETFは長期分散投資に使う商品の1つとして有効に機能

## 参考：投資初心者にもより使いやすくする仕組み

- ETFは長期投資に向いた商品ではあるが、市場で取引されることから、一定の制約が存在しており、長期投資において積立て等を行うにはなんらかの工夫が必要となる

### 【ETFの特性を踏まえた求められる取組み】

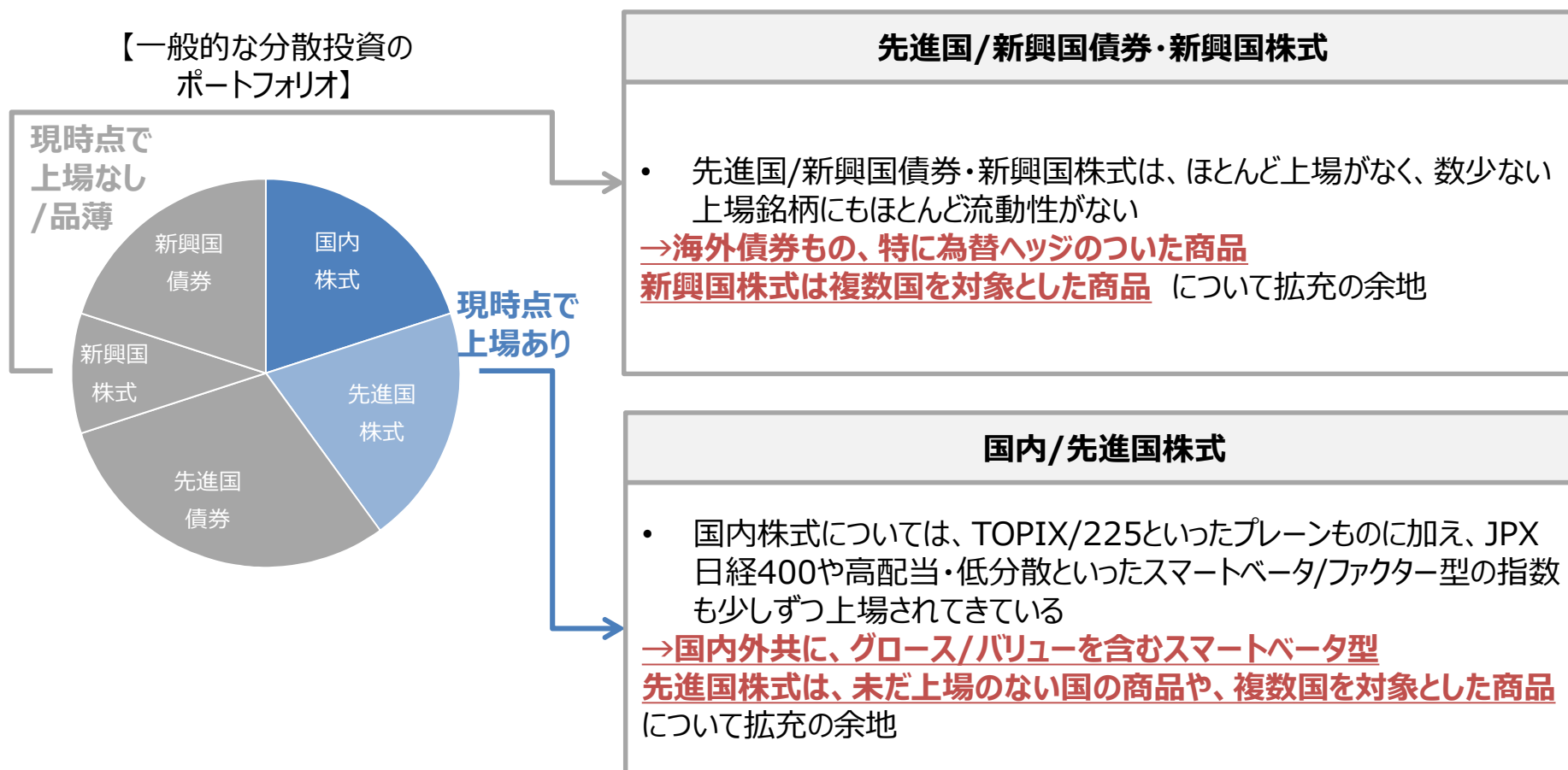


**ETFを用いた積立て等による投資をより広めていくためには、なんらかの工夫が必要**

※既にあるいとうでの対応や、端数を許容することで積立てを可能にしているケースもある

# ①品揃え 必要なラインナップと現状

- 分散投資を行うにあたっては、先進国・新興国の債券や、新興国株式に連動するETFの上場も必要
- 既に上場のある国内株式や先進国株式についても、運用方法に工夫のあるETFの上場が望ましい



## ②流動性 現状と課題

- 銘柄数は200を超えたが、流動性が低い＝「いつでも買える・売れる状態にない」銘柄があることで、ETFへの投資を行いにくい現状がある
- 品揃えの充実等を促す上でも、流動性の改善は必要条件といえる

SPDR S&P500(1557)の板の例 (6月17日14時時点)		
売数量	価格	買数量
6	21920	
406	21910	
	21900	
	21890	
7	21880	
	21870	
	21860	
	21850	
	21840	
	21830	
	21820	
	21810	
	21800	
	21790	
	21780	
	21770	
	21760	
	21750	
	21740	
	21730	
	21720	1
	21710	5
	21700	17

S&P500という世界で最も有名な指数に連動するETFでさえ、  
 ・売り買いの価格が160円≒0.7%も乖離している  
 ・1%以内に買い注文が50万円程度しかない

**個人投資家がより良い価格で売買できるようにするためには、  
 流動性向上策により、適切な値段で十分な量の注文提示が必要**

※ SPDR S&P500は米国と重複上場されている、世界最大の純資産残高（1,994億ドル（2016年8月末））を持つETF。米国での日次売買代金は222億ドル（2016年1-8月の平均）に達するが、同期間の日本での日次売買代金は4,344万円に留まる

## ②流動性 求められる対応1：マーケットメイク制度の導入

- 特に現在十分に注文が提示されていない銘柄について、常に注文を提示するマーケットメイカーを制度として導入するとともに、注文を提示しやすい環境を整えることで、**いつでも適正な値段で売買を行うことが出来る環境が求められる**

### マーケットメイク制度の整備

- ETF市場には、ETFを設定して注文を提示するマーケットメイカーが必要だが、流動性の低い銘柄にはマーケットメイカーが少なく、**十分な注文提示がなされていないETFも多い**



- マーケットメイク制度（証券会社への委託を通じた参入も可）を導入
- 注文を提示する義務を満したマーケットメイカーに手数料割戻し等のインセンティブを設定することで、**いつでも適切な価格・数量で売買可能に**

### 注文を提示しやすい環境の整備

- 空売り規制（裏付け確認、価格規制）について、委託のマーケットメイカーが行う**空売りが規制対象**となっていることで、投資家に対して、**継続的、かつ有利な価格で注文を提示することが難しい**

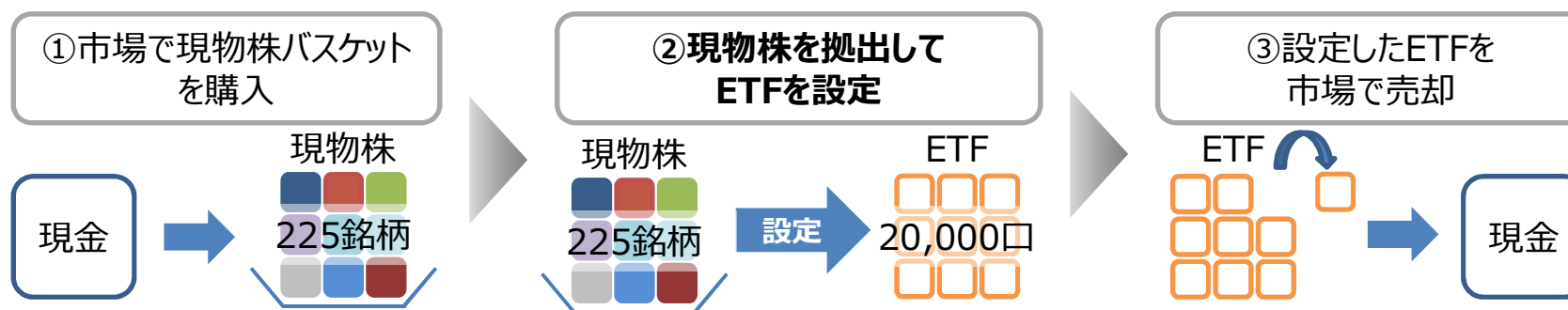


- マーケットメイカーが制度内で行う売り注文の提示は、売崩しにつながることは考えられないことから、制度の趣旨に鑑みて、**空売り規制の適用除外**としても良いのではないか

## ②流動性 求められる対応2：設定・交換の円滑化

日本においても、**米国と同様、投資家サイドとETF発行者サイドの双方に清算機関が介在する仕組みを導入することで、設定・交換の統一化・効率化が図られ、流動性向上に寄与**することとなる

### 【設定・交換とは】



### 【設定・交換の問題点と改善策】

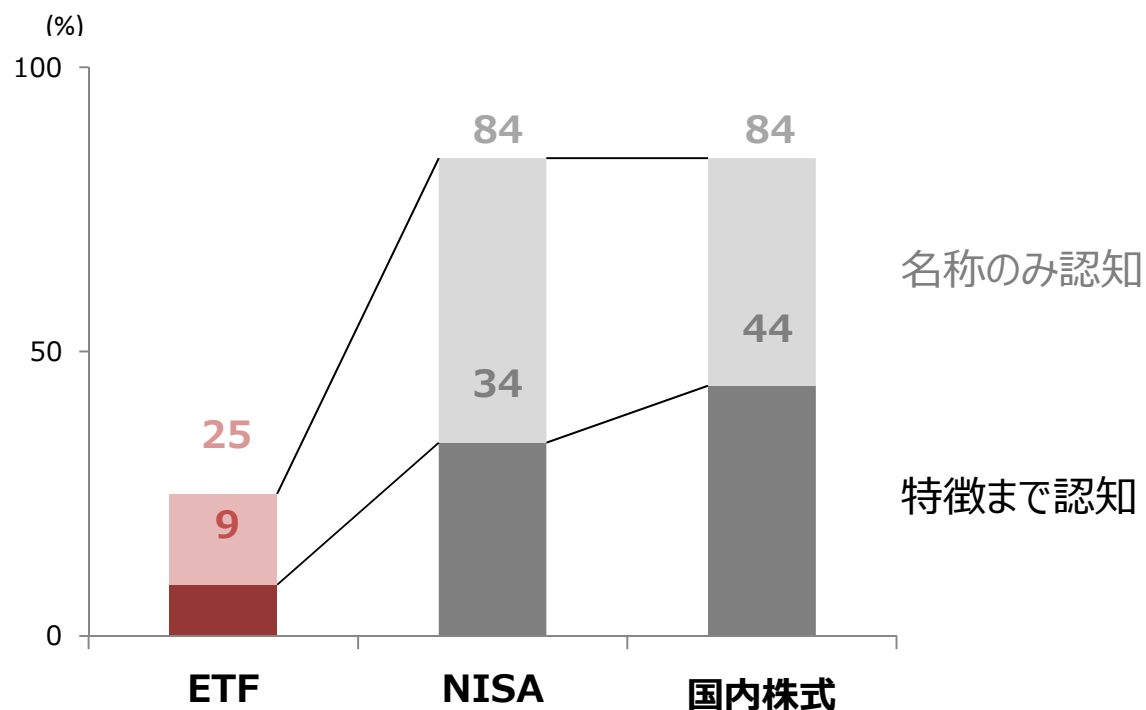
- 日本では、設定・交換の申込みは投資家サイドとETF発行者サイドとの間でそれぞれ相対で行われており、以下の問題がある
  - ①オペレーションコスト・リスクが高い
  - ②設定・交換の決済プロセスが長い（市場取引の決済+3日以上で、ネットイングが不可能）
  - ③現物株バスケット購入の決済完了以降しかETFの売却が不可能

- 米国では、**清算機関が介在**し、設定・交換の申込から清算までオンラインプラットフォームを提供。統一化・自動化が図られることで以下を実現
  - ①オペレーションコスト・リスクを削減
  - ②決済プロセスの短期化（市場取引の決済と同じ、ネットイングが可能）
  - ③現物株バスケット購入と同時にETFを売却可能（現物株・ETF間の円滑な売買が可能に）

### ③ 認知と選択 個人投資家の認知度

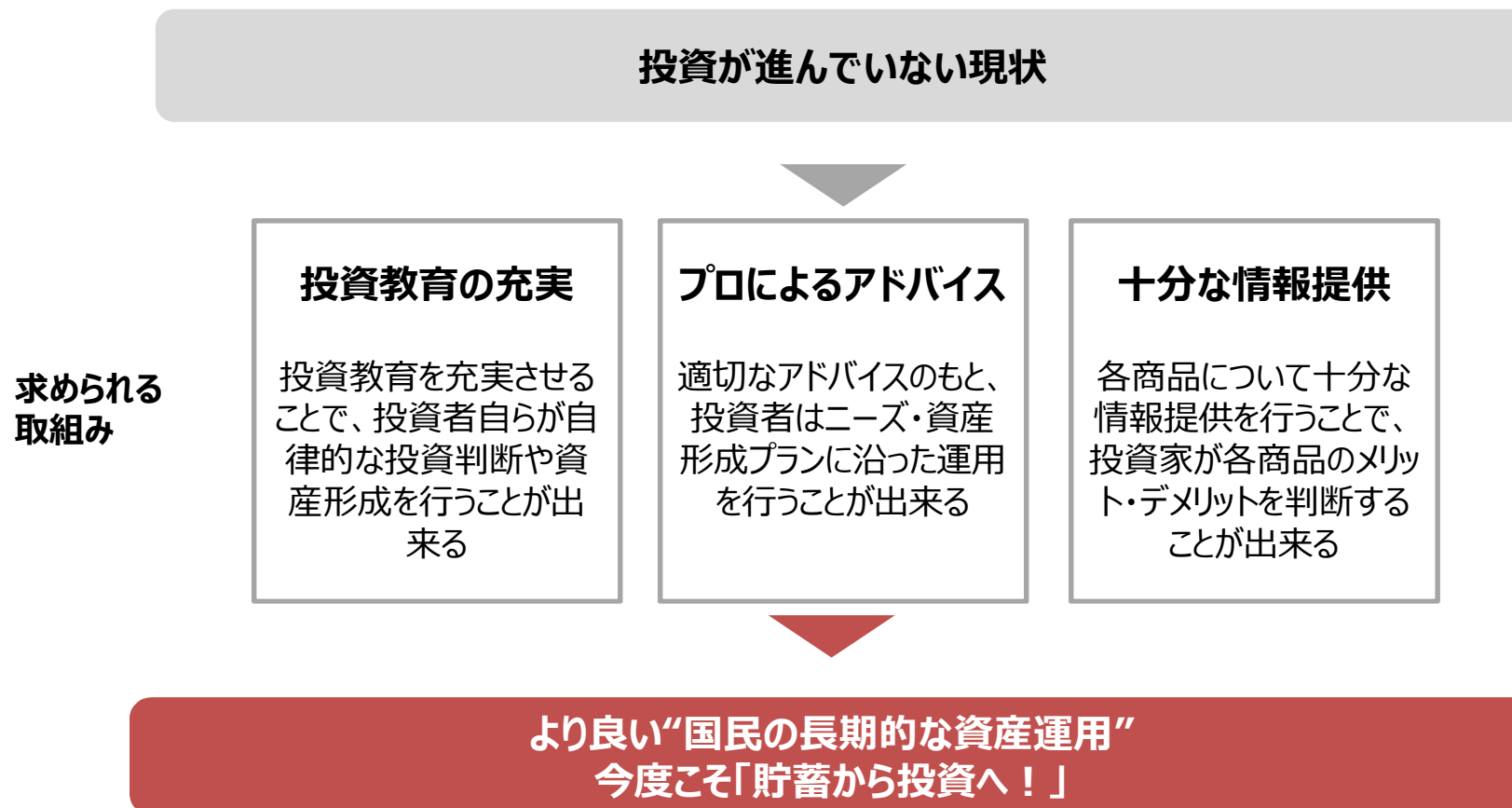
- 長期投資に資する商品の選択肢の一つとして、「ETFという商品があること」「ETFのメリット／デメリット」を投資家が認知できるよう取り組むことが必要
- ETFの一般認知度は25%と低く、資産運用の手段として検討の俎上にすら上らない点が課題  
→ETFもまずは認知度を上げるべく、効果的な取組みを行っていくことが重要

各商品・制度の認知度



# 国民の長期的な資産形成に向けて

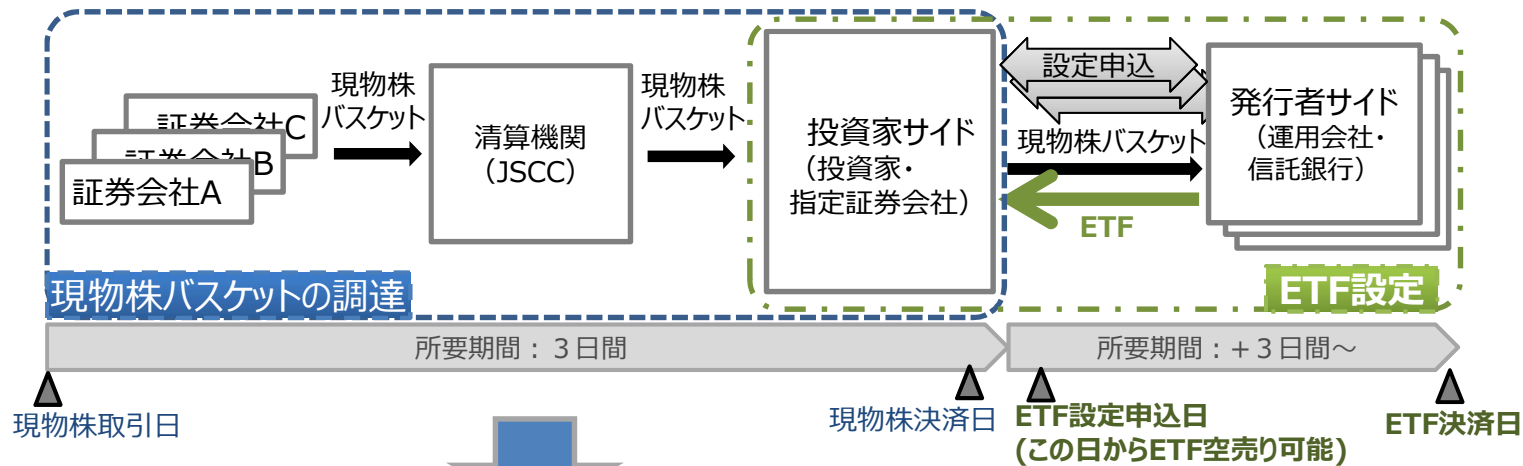
- 投資を行うための商品には様々なものがある中で、ETFのみならず、国民の長期的な資産形成のために**より良い資産運用のための総合的な環境整備**が必要



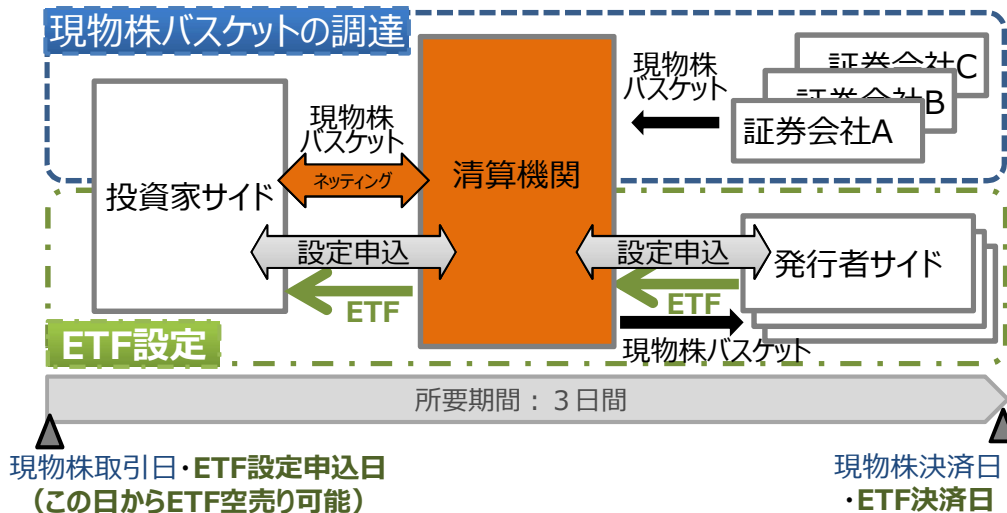


# 別添：ETF設定の問題点解消スキームイメージ

## 【日本の現状】



## 【米国型スキーム導入後】



「清算機関」と「統一プラットフォーム」を活用することで申込みプロセスから決済まで統一化・効率化

- 現物株調達からETF取得までの期間短縮  
T+6以上 ⇒ T+3
- 現物株の価格変動リスクを回避可能に  
(現物株取引と同時にETFの売却が可能)