

ETFへの期待と課題

～想定2020年のETFへ

平成28年10月31日

株式会社資本市場研究所きずな



ETFの現状と始まった見直し

今月は、個人投資家・市場関係者・行政のそれぞれの関心が高まっているETF(Exchange Traded Fund)について取り上げたい。ETFは取引所に上場された投資信託(信託受益権証券)若しくは海外ファンド等で、特定の市場指数に連動するように設計されている。

日本では、1995年5月に日経300株価指数連動型ETFが初めて上場され、現在は東京証券取引所に204銘柄(他、ETN(指連動証券)で19銘柄)が取扱われている。

最近のETFに関する動向をみると、海外取引所に上場されているETF等が47銘柄に増えている一方、国内で組成されるETF残高も8月末には16兆38百億円と、アベノミクス相場が始まった2012年12月の4兆21百億円の約4倍弱まで急激に増加している。また同期間で上場銘柄数が倍増して200を超え、ETF売買金額も毎年倍増して昨年は122兆円を超えた。個人投資家の売買も盛んになってきており、株式での売買シェアが2割程度に

留まっているのに対して、昨年は4割まで比率を上げている。これは、日経平均指数の上げ・下げの2倍の価格変動を目指したレバレッジ・インバース型が上場された影響が大きいといわれているが、このレバレッジが効いたETFの利用は取引全体に及んでおり、直近8月ではETF取引全体の87%(金額ベース)に達している。

このETFに対して、現在金融審議会(金融庁:市場ワーキンググループ)において“ETFの商品設計、販売チャネル、流動性供給などについて、多様な投資家が参加する厚みのある市場の形成に向けて、どのような取組みが求められるか”ということが検討されている。つまり、簡単に言えば日本の資本市場の中で、ETFをどう上手く使って行くべきかだが、行政としての期待と課題認識は次のようなものだ。(事務局説明資料の論点より、筆者が簡略化して記載)

○インデックス運用(指数に連動することを目的にした運用手法)の増加に伴い、今後もETFへの投資は増えることが予想されるが、個々の株価形成にどのような影響を与え

るのか。

○ETFは少額からの投資が可能で、また売買や保有コストも安いので、個人が長期・分散・継続投資を行うのに向いているが、現状は多くの個人に良く利用されているとは言い難い。以下面で検討が必要か。

- ・更に売買単位を引き下げることや、継続投資推進の為には、売買手数料負担を軽減させることが可能か

- ・流動性が乏しい銘柄が存在しているが解消策は

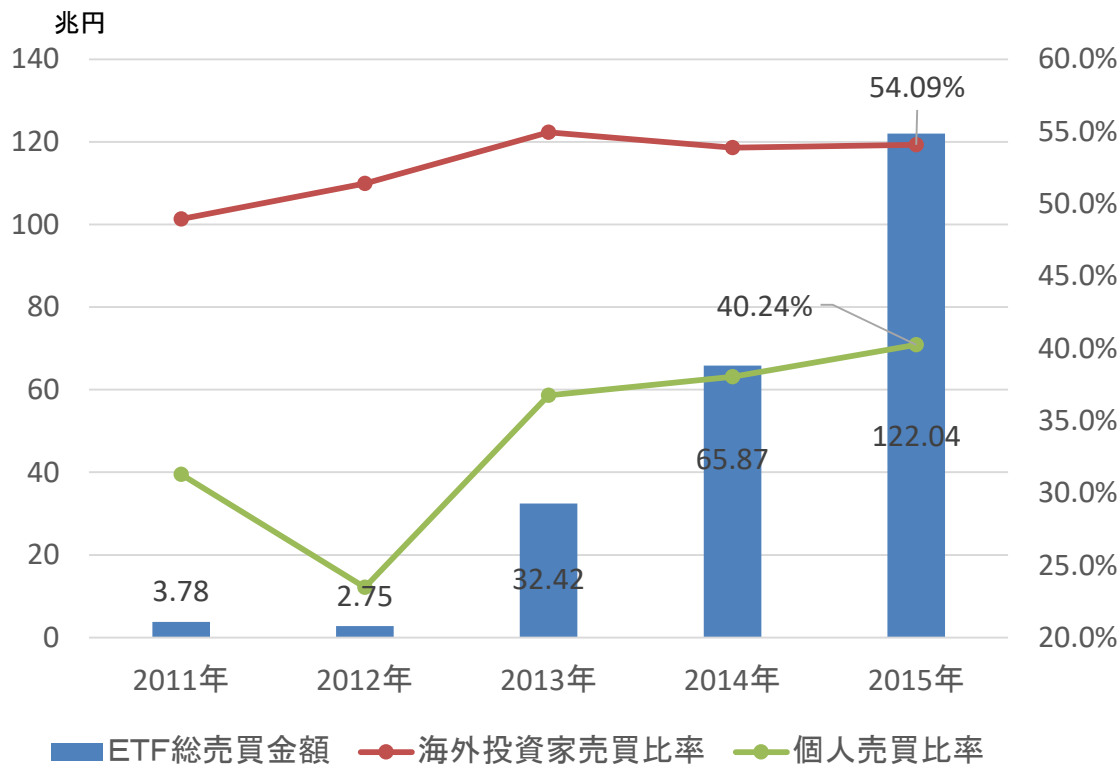
- ・ETFは証券会社などで個人に余り薦められておらず、また個人の認知度も低いので、銀行においても取扱いを進めるか、何らかのラベリングで分かり易さを向上させるか

- ・国際分散投資やスマートベータ型ETFの拡充で多様化を図るべきか

○市場での急激な相場変動とETFの取引(主にHFT)の関連性を指摘する向きもあるが、相場変動を増幅すると指摘されている一部ETFに関してのどう考えるか

○レバレッジ型やインバース型ETFが高齢者などに販売されている事例があるが、個人へのETFの説明や適合性の原則対応はどうか

ETFの売買金額と投資家シェア



世界の取引所上場数 (2016年9月末)

取引所	上場企業数	ETF等
東京証券取引所	3530	223
ニューヨーク証券取引所	2316	1543
N a s d a q	2872	273
ロンドン証券取引所グループ	2614	2451
ユーロネクスト	1053	793
ドイツ取引所	598	1138
上海取引所	1124	73
深圳取引所	1818	48
シンガポール取引所	763	76

ETFはどう変わるべきなのか

取引所にとってもETFの重要度は増している。上場商品として企業のIPOなどに比べ比較的上場プロセスが容易であること、前章で示したように出来高が急増していて更に増加する余地があること、原資産が取引所内で取引されている場合は裁定取引での相乗効果が期待できることなどが上げられる。

特に、ETFの銘柄数は欧米の取引所と比較してまだ見劣りしているし、年ベースで倍増している取引金額についても東京証券取引所では、企業の上場市場の7.4%(8月)で、同じ月のニューヨーク証券取引所の26.9%、ナスダックの17%に比べ伸びしろがある。(数字は世界取引所連合の統計資料より作成)

この様に取引所の事業戦略としてETFの増加と充実は重要だが、前章で示した様な政策課題も織り込んで日本のETF市場を改革していく必要がある。その為、東京証券取引所としては以下の様なETF改善策を検討している。(金融審議会での取引所説明資料より)

○流動性の向上

ETFの取引量は増加しているものの、一部の銘柄に取引が集中しており、相当数の銘柄では売値・買値が乖離していて個人投資家などが売買しにくい銘柄がある。また、その影響で、ETF価格が本来は対象とする指数に連動するはずが、実際の値動きでは対象とする指数と数%以上かい離することが長期化する事態も発生している。ETFの基本的な仕組みは、下図に示した通りだが、本来は流動性を確保する為の指定参加者や機関投資家の裁定取引が、一時的に行われていない銘柄も目立っている。つまりETFの特徴である対象指数との連動性が低下しているのだが、東京証券取引所が指定参加者等の自主的な裁定取引に頼る仕組みから、マーケットメイク制度の導入することを検討し始めた。

これは、取引所が銘柄毎に認めたマーケットメイカーが、常に対象ETFの売買値段を提示する義務を負うもので、マーケットメイカーに対しては取引所側から手数料割戻し等のインセンティブを与える制度だ。また、現在は指定参加者が行うETFの裁定取引も空売り規制(裏付け資産の確認、価格規制の発動)の対象になっているが、

マーケットメイカーはこの規制の適用除外とすることも検討されている。

一方、機関投資家などの原資産（日本株）とETFの裁定取引を活発化する為、原資産の売買＝現物株のバスケット（ETFの指数を構成するもの）とETFの売買を同時に行うことが出来る仕組みとして清算機関の活用が検討され始めた。これは、現在機関投資家がETFの対象となる現物株バスケット取引を行いETFに替えるまでの期間がT（現物株の取引日）+6日以上かかっているが、T+3日とすることで現物株買いとETF売りを同時に行い決済に伴う価格変動リスクを回避することも出来る。

○個人投資家の認知度の向上

東京証券取引所の調査（2016年）による個人投資家のETF認知度は25%（特徴まで認知している者は9%）と、株式やNISAの84%に比べ大きく劣っている。この為、ETFの認知度を上げる効果的な取組みを行うことを目的に、ETFに関する個人向け情報発信を強化し、個人の資産形成活性化を目的とした金融リテラシーサポート部を新設した。また、今年度から始まっている中期経営計画において

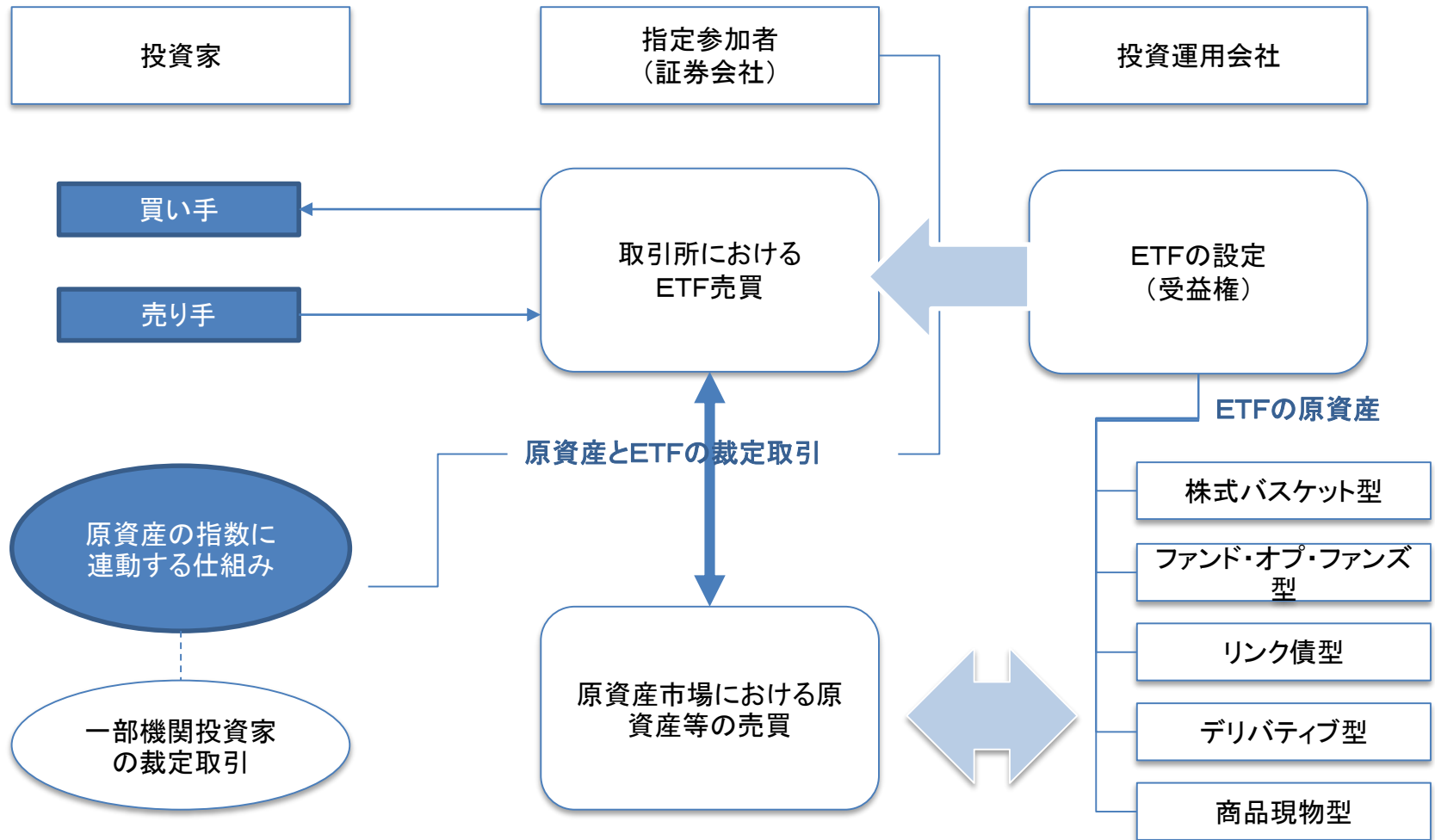
、個人のETF保有者を現状の50万人程度から倍増させるKPIも設定しており2021年までは300万人以上を増加させるとしている。

○品揃えの充実

マイナス金利がしばらく続きそうな状況において、政策的には個人の投資による資産形成が望まれているが、その為には長期・分散・積立投資に適したETFの在り方が必要だ。投資単位や投資コストの一層の引下げに加え、分散投資を有効に行う為の品揃えとして、海外債券や新興国株式などの指数に連動するものや、それらに為替ヘッジがついたもの、高配当や高成長・低リスクなどのスマートベータ型の運用商品などの上場を促すとしている。殆ど投資信託の設定と同じようになりそうだが、これらはETFを組成する運用会社の問題でもある。その為、ETF上場への支援や個人への情報発信強化に関する運用会社への取引所としての具体的協力策に注目したい。

ETFの銘柄数は品揃えの充実や投資対象の多様化の中で今後も増加することが予想されているが、長期・分散・積立投資に適した商品性を持つものに対する何らかのラベリングも必要だろう。

ETFの基本的な仕組み



リテール証券会社にとってのETF

ETFの役割について、個人投資家の立場から纏めたものが下図となるが、リテール証券会社の立場からETFを見直してみたい。

先ず証券会社は個人投資家の投資の仲介者として、国内外の市場に上場されている株式等の売買注文の取次ぎを行う役割が大きいですが、ETFの取引はこの中に含まれる。このETFがリテール証券会社における以下の業務の一部代替機能を果たす可能性がある。

◇投資信託販売

ETFはインデックス型投信なので、同様の投信販売の代替となる。しかし、通常の投信販売においては、個人投資家は販売時に購入額の2~3%程度、年間で運用資産に対して1%強の手数料を支払うが、ETFは上場商品なので購入時はその10分の1以下、年間コストも大きく低下している。つまりインデックス型投信においては、ETFの方が投資家のコスト面では優位となっている。なお、通常証券会社の店頭で販売されるインデックス型でも、最近

個人が負担するコストが低下している。

◇デリバティブ取引

個人が先物やオプションなどのデリバティブ取引を行う場合、証券会社は投資経験や資産状況などを考慮して取引を認める。一方、最近取引量の多いレバレッジ型・インバース型は通常の株式取引が出来る個人投資家なら利用することが出来るが、この種のETFは取引にレバレッジが掛かるデリバティブ取引に近いとされる。東証では原指数の2倍までの値動きを目指すものだが、海外市場では3倍のものも組成されて、またレバレッジ以外にも多様なETFの中には指数を組み合わせることで複雑なデリバティブ取引に近いものもある。

◇海外投資

外国株式や外国債券への投資を個人が行う場合、価格情報は取得しにくいですが、取引所に上場されるETFの価格はリアルタイムで知ることが可能だ。また、資本規制などがあって個人が直接投資しにくい新興国などの株式への投資は、ETFを利用することでより容易となる。

◇債券投資

通常の債券取引は機関投資家相手なので億円単位の取引となるが、ETFであれば取引単位の小さくすること可能で、個人投資家も債券への投資を行い易くなる。

また、個人投資家向けの以下の投資サービス機能も強化される。

○ポートフォリオ小口化に対応することが出来る。=ETFは少額で投資することが可能で、個人投資家の投資目的に沿ったポートフォリオ構築がより行い易くなる。

○品揃えが容易になる。=通常の投資信託販売に当たっては、ファンド毎に運用会社との取扱契約が必要だが、ETFだとその必要がない。

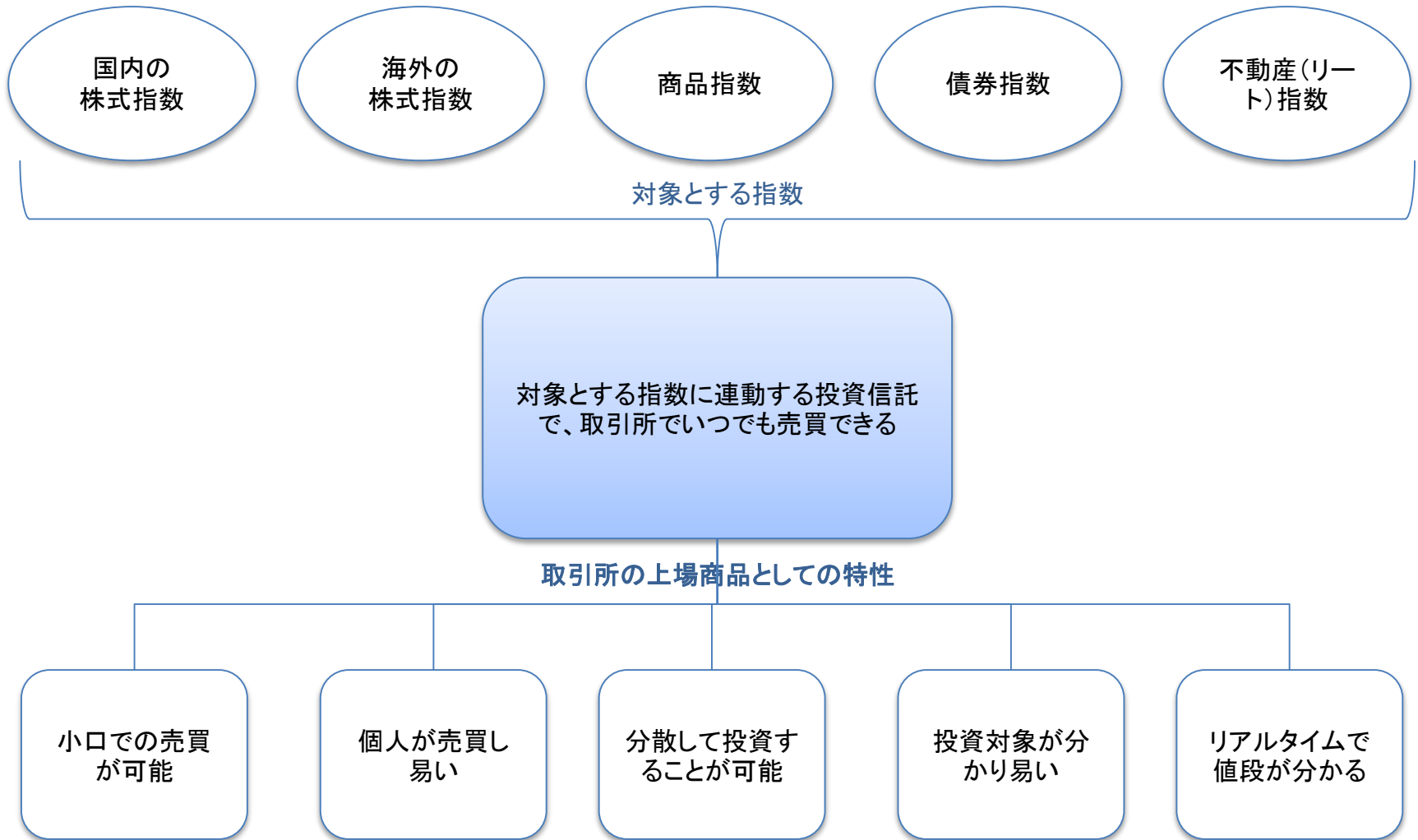
一方、個人投資家のETF利用が進めば、証券会社としては次のようなデメリットも考えられる。

●ETF取引では投資家ニーズが主体になりやすく、証券会社としての営業推進策が行い難い。また、投資信託や

ラップ口座販売での収益性が低下する可能性もある。但し、インデックス型以外の投資信託では、現在の販売キャンペーンを行い新たなファンドを組成する方法も利用され続けると予想される。

この様にETFは金融商品として個人投資家には利用価値が大きいですが、既存のリテール証券会社にとってはマイナス面もある。その為、金融審議会ではETFの取扱いを銀行でも取り扱う議論も出ているが、ETFの特性の考えたとき、今後個人の継続投資や簡便な個人のポートフォリオ構築での利用の増加が予想され、IFA(金融商品仲介業)やロボアドバイザー(ネット型証券会社&投資助言業)で利用が増えるのではないだろうか。

個人投資家にとってのETFの役割



想定される2020年の利用

第1、2章で触れたETF改革が進むと、日本の投資環境はどの様に変わっていくか想定してみたい。

ETFの品揃えの充実、流動性・指数との連動性の向上、小口化・低コスト化、個人の利用拡大などの影響を考える訳だが、大きく括ると市場全体に与える影響と個人投資家の拡大に寄与するものに分けられる。

現在取引所で検討されているマーケットメイカー制度導入やマーケットメイク行為での空売規制適用除外などETFの機能向上は、ETFと指数対象資産の裁定取引を増加させ、日本市場の投資効率性を高めるが、ETFや原資産市場でのHFT取引との関係については、欧米金融当局で規制強化の動きが見られる。日本市場においても、ETF規制緩和+HFT規制強化の動きが強まる可能性もあるが、効率的な市場になれば多くの投資家を引き付けるはずだ。

一方、個人投資家についてはETFの利用が進み、同時に個人投資家層も拡大すると予想する。現在、個人

投資家層(資産運用層)の一部ではラップ口座の利用が進んでいるが、この傾向は2020年に向けても強まるだろう。ETFの品揃えや流動性の問題が向上すれば、ラップ口座の資産はETFでポートフォリオが組めるため、リテール証券会社においては金融商品販売型営業から資産管理型営業へ比重が移るだろう。その為に、今以上に投資助言的サービスを拡大すると見られる。またETFの品揃えの充実は、独立系のフィナンシャルアドバイザー(IFA)にもチャンスをもたらす。それは、彼等が証券会社や運用会社の提供する投信に縛られず顧客のポートフォリオ案を提供することが出来る為だが、現在は余り拡大していない個人型投資助言業としてIFAビジネスの本格拡大に期待したい。なお、米国のIFAにおいては、ETFを利用した投資助言サービスを提供することが多く、それが彼らの収入基盤となっている。

今後、個人型確定拠出年金制度(DC)の拡充が始まり、NISA(少額投資非課税制度)の利用も拡大が見込まれている。個人の投資による資産形成の動きが強まるが、ETFの小口化・低コスト化はこれら資産形成層が行う長期・分散・継続投資に適している。

問題は、個人のETFを理解し投資に至る為のプロセスをサポートすることだが、2020年には資産形成層向けのETF取扱いチャネルとして、銀行などの金融機関での対応が確立しているかも知れない。その為には、個人の対する投資教育に銀行がどの様に関与するか、また資産形成層への投資インフラをどこまでどの様に提供していくか(直接の窓販なのか、子会社や系列証券会社の仲介業なのか、ETF情報提供と取引でネット環境を何処まで使うか等)といった課題も多い。ただし、ここでも投資助言的機能の資産形成層への提供が必要になってくるだろう。

現在、証券会社や金融機関は金融商品の販売から、投資運用業への対応にその事業の重心を移しつつあり、2020年に向けてもこの傾向が続くだろうが、ETFの利用拡大はこのベクトルを少し変えるかも知れない。特に個人を相手とする投資サービスなら、資産運用層でも資産形成層であってもそれぞれ投資助言サービスの重要性が増していると想定され、投資関連ビジネスの中で特に個人向けの投資助言業の拡大が想定される。勿論、投資助言業は証券業務や投資運用業とセットで行われることも多く、特に投資運用業者の75%が投資助言業を兼ねているが、

個人のラップ口座での投資一任契約は投資運用業、その契約の取次ぎ若しくは投資顧問(助言)契約が助言業という法構成になっている為だ。

これについて、個人のETF利用拡大によって、運用会社の運用力より投資助言に重きをなすような変化が起きる可能性がある。その助言を為すのがAI(人工知能)であっても、対面営業であっても、ネットでのSNSサービスを利用するものであっても、2020年に向けて個人の投資を変えていく投資助言業の成長に期待したい。

想定される2020年のETF利用

