

# ETFの動向について

## ～個人への定着に向けて期待と課題



令和5年2月3日  
株式会社資本市場研究所きずな

## 拡大続くETF

米国を始めとする各国金融当局の金融引締め政策により世界的に株式市場は調整局面に入っているが、ETF（上場投資信託）の拡大は続いている。

2022年11月時点で、世界全体の運用資産は9.25兆ドル（1ドル133円換算で1,230兆円）、1.1万銘柄以上の商品が世界の取引所に上場されており、11月月間で785.8億ドルの資金が流入している。特に資金流入が大きいのは、NASDAQ市場のハイテク株や中国株、債券関連などの指数に連動するものだ。（英調査会社、ETFIGI調べ）

日本のETFについては、東京証券取引所（以下、東証）に上場されているものが11月時点で280銘柄（内、海外ETFは34銘柄）、時価総額は62兆円となっており、世界のETF市場全体の20分の1程度の規模となっている。

ETF市場は、過去10年間で世界的には約5倍、日本では約15倍強に拡大しているが、その背景としては機関投資家などを中心に指数に連動して運用するパッシブ運用の

比率が増加していることがある。また、次の様なことも拡大要因として上げられる。

①投資家の負担するコストが安い：ETFの購入・売却に必要な費用が上場株式と同程度であり、未上場のファンドに比べて著しく少額となっている。また、年間の信託報酬についても同様の公募インデックスファンドに比べ1/5程度のものもあるが、これは公募ファンドでは販売会社への還流部分があるが、ETFでは必要ないことも影響している。

②運用対象が多様：株式に限らず債券・金利・不動産・商品に加えて、一部の国では暗号資産も運用対象となるETFが認められており、指数に連動して運用可能なものならETFとして組成できるので、投資家の多様なニーズに答えたファンドを運用会社が提供しやすい。

③取引所に上場しやすい：事業の成長性や業務執行の健全性が重要な個別企業の株式などに比べて取引所の上場審査は容易になっているので、取引所の業務拡大戦略として取り組まれやすい。ETF上場においてはファンドス

キームが継続可能で市場の公正性を阻害しないことや運用者の執行能力に問題ないことが重要で、暗号資産の様に指数の対象となる取引の公正性が担保されていないと考えられる場合は、上場は認められない。

④売買しやすい:ETFは1取引単位が小口化されているので、アルゴリズム取引の様にHFT業者などの高頻度取引や証券会社などの裁定取引などが行いやすい。また、取引決済についても取引所の清算システムが利用できるというメリットも売買を仲介する証券会社にとって大きい。

⑤情報提供が適時・適正に行われる:公募の投資信託と同様に金商法上の継続開示義務の対象となっているので、有価証券報告書が継続的に開示され運用資産内容が適正に示される。また、取引所の適時開示の対象にもなっていて、日々の運用状況が開示されている。

# ETFの拡大要因

世界的なパッシブ運用の増加  
(トレンド)

コストが安い

運用対象が多様

上場しやすい  
(取引所戦略)

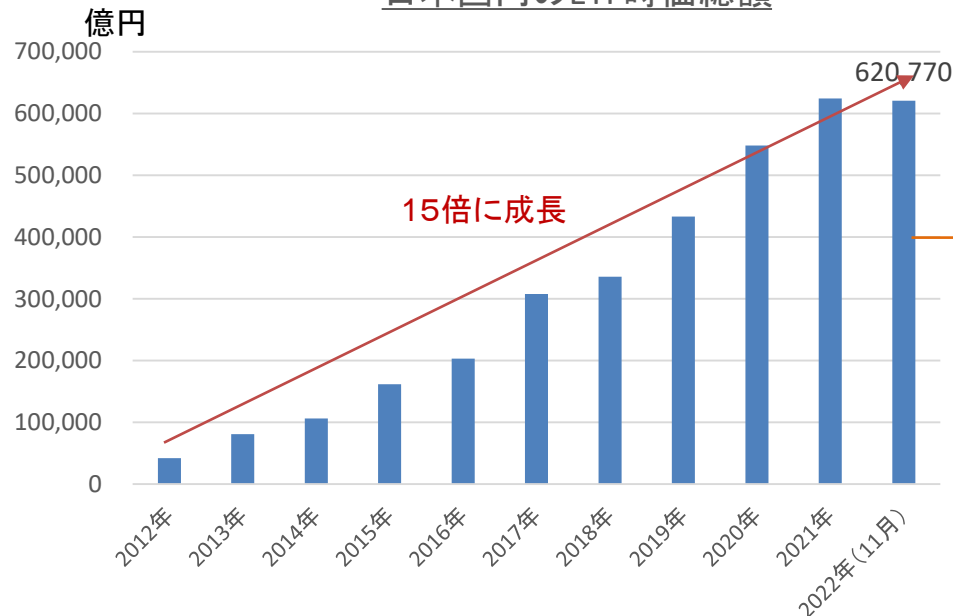
売買しやすい

情報開示が充実

## 世界のETF時価総額



## 日本国内のETF時価総額



※ETFGIのHP,投信協会の統計資料から作成

## 日本市場でのETF

日本市場におけるETFの動向を見ていきたい。現在、東証に上場されているETFの8割は国内の運用会社が組成する内国ETFだが、海外市場に上場されている外国ETFも上場されている

東証が12月5日に公表したETF受益者情報調査(2022年7月末時点)によると、受益者数は120万となって前年比では約10万人増加しており、増加数の殆どが個人となっている。個人は約117万人となっており全体の98%を占めている。受益権口数は、38億単位となり前年比では約1.4億単位減少しているが、個人が約2億単位減少した影響が大きい。

この為、個人の所有口数シェアは4.7%低下して11.2%となった。シェアの最も高い信託銀行は、前年より4.2%上昇して61.7%となっている。個人の所有口数が減少しながら受益者数が増えているのが、株式市場が調整局面に入中、個人のトレーディングベースの取引が減少する一方で、つみたてNISAなどの増加で、ETFの利用が増えていることが影響しているとみられる。

運用の 카테고리 別の時価総額については下右上の表のとおりだが、各カテゴリーの主要な投資家層をみると、日本株指数は95%が金融機関で、外国株指数では金融機関が42%、個人が32%、債券指数では金融機関が52%、外国法人が26%、REIT指数では金融機関が93%、コモディティ指数では個人が55%、レバレッジ型・インバース型では個人が65%、ETNでは証券会社が50%、個人が35%となっている。

日本のETFに関して存在感が大きいのは、日本銀行による買付けや保有だが、買付けについてはアベノミクス以降、市場から大量に買っていた政策が、2021年4月以降は買付額・回数とも大きく減少している。例えばTOPIXなど市場指数に連動するETFの買付けについては、株式市場の前場に前日比で0.5%以上下落している場合に買付けが実施されるとされていたが、2.0%以上の下落に対する買付実施に変更されたと見られている。

また、設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するために、2016年4月以降、毎営業日ごと12億円(年間では約3千億円弱)実施されてきた設備・人材投資関連ETFの買付けも停止されている。

日銀の保有額については、2022年9月末時点において48兆208億円で、その内、含み益は11兆1,151億円(業務概況書)となっており、一部金融関係者の間ではEXITの売却・処分方法に向けた議論が出始めている。

資産所得倍増プランなどで今後NISAの取得枠が大幅に拡大されることもあって、最終的な投資家である個人に対して、何らかの交付・譲渡でEXITさせてはどうかという複数の提案がなされている。また、2020年から買い入れたETFに対して証券会社を通じて貸し付けることも行っていて、2021年1月には2,600億円以上の貸付けがあったが、現状は殆どなくなっている。

東証においてもETF市場の活性化に取り組んでおり、機関投資家などがETFで必要なポートフォリオを組むことを目標に品揃えの拡大を進め、またETF全体の流動性向上の為に、2018年7月よりマーケットメイク制度を導入している。

更に、2019年7月から機関投資家や大口の投資需要に対応するために、設定・交換の円滑化として、清算機関によるネットィング決済の利用と設定・交換のポータルサイト構築を行い、ETFの指定証券会社による設定・交換の決済

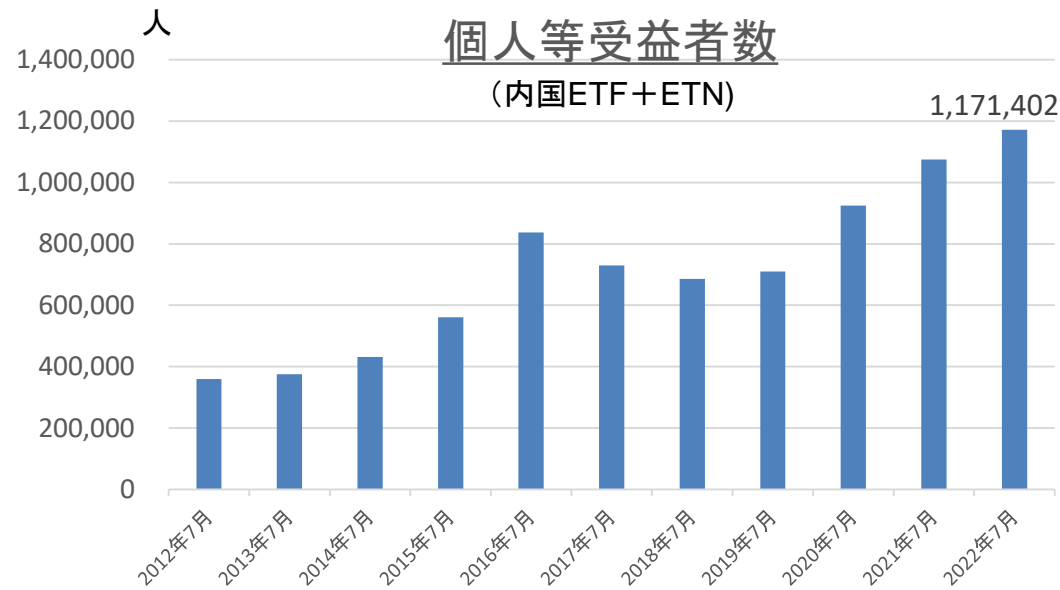
期間をT+6からT+2に大幅短縮することを実施している。

## カテゴリ別時価総額(2022年7月末)

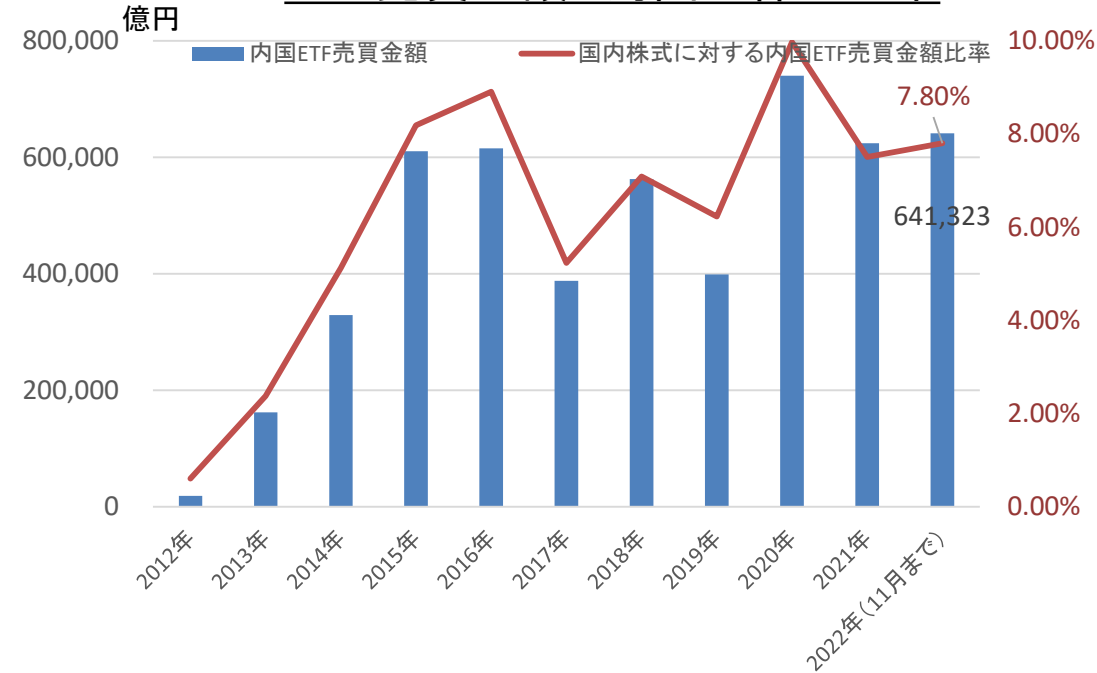
	時価総額(億円)	シェア
日本株指数	566,652	92.65%
外国株指数	6,280	1.03%
債券指数	5,026	0.82%
REIT指数	20,661	3.38%
コモディティ指数	2,728	0.45%
レバレッジ・インバース型	7,794	1.27%
その他	380	0.06%
ETN	2,079	0.34%
合計	611,600	100.00%

## 個人等受益者数

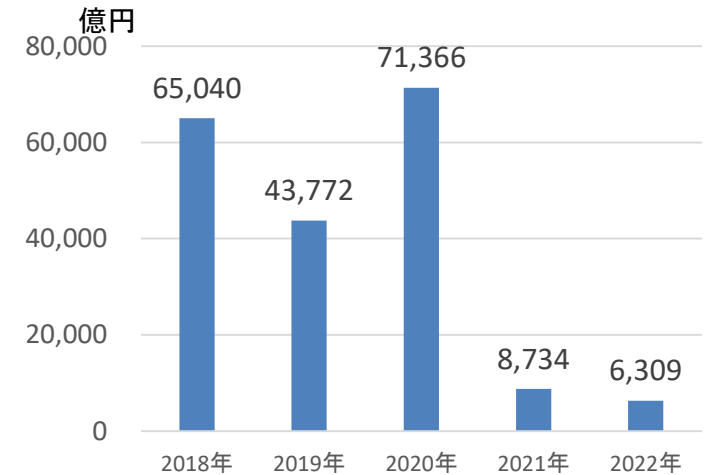
(内国ETF+ETN)



## ETF売買金額と対国内株式比率



## 日銀によるETF買付総額



## 個人にとってのETF

個人投資家にとって、ETF利用メリットを考えた場合、①信用取引や先物投資などの代替投資手段になること②少額でもETFだけによるポートフォリオが可能なこと③運用管理コストが他の公募投資信託より安く、長期投資での利用に向いていること、などが上げられる。

①については、レバレッジ・インバース型のETFが対象だが、上場株式と同じ取引インフラが利用できるため、信用取引や先物取引における証拠金管理が必要ない。また、信用取引でも利用できることから取引レバレッジを拡大することも可能だったが、これについては、2023年1月10日よりレバレッジ・インバース型のETFを信用取引で利用する場合の証拠金率が改訂されており、2倍のレバレッジがかかるETFの信用取引証拠金率は30%から60%に引き上げられている。

②ETFの売買単位は銘柄によって異なるが、1単位が多く、次いで10単位、100単位となっている。概ね1万円程度の少額でも投資することができるので10万円でも総合的な

ポートフォリオを組むことが可能だ。株式に直接投資する場合に比べて十分の1程度のイメージだが、これを上手く利用しているのがロボアドバイザーで、若年層などの投資を取り込もうとするウェルスナビやネット・スマホ証券の主要戦略となっている。

③投資家がファンド投資で負担するコストとして信託報酬があるが、資産運用高度化プログレスレポート2021によると、インデックスファンドで最も低水準なものはTOPIX連動型でその平均は0.4%となっている。更にファンド用途別の内訳をみると、DC(確定拠出年金)専用が0.4%弱、ラップ専用が0.3%弱に対して、ETFでは0.1%となっている。最も信託報酬が低いのは、ブラックロックが運用するETFのiシェアーズコアTOPIXで0.045%となっている。

投資家が負担するコストが安いことは、個人の長期投資に向いているが、NISAでの利用については、買付総額の2%を超えて増加傾向を強めつつあるものの、ETF買付金額はやっと6千億円を超えたところで、今後の利用拡大が期待される。

長期投資ということでは、iDeCOをはじめとするDCでのETF利用も考えられるが、当初の制度設計上で運用商品に



ETFが入っていなかったことから、米国の様にETFの利用がされておらず、現状では指数に連動するDC専用のインデックスファンドが利用されるにとどまっている。

個人のETF売買動向については、下左グラフに示した通りだが、株式市場が大きく上昇した2015年や2020年に売買が膨らんでいるものの、買越し・売越しについてはまちまちとなっている。これは、個人トレーダー層や資産運用層の一部によるETF利用が、現状ではレバレッジ・インバース型中心の比較的短期売買中心になっている為とみられる。

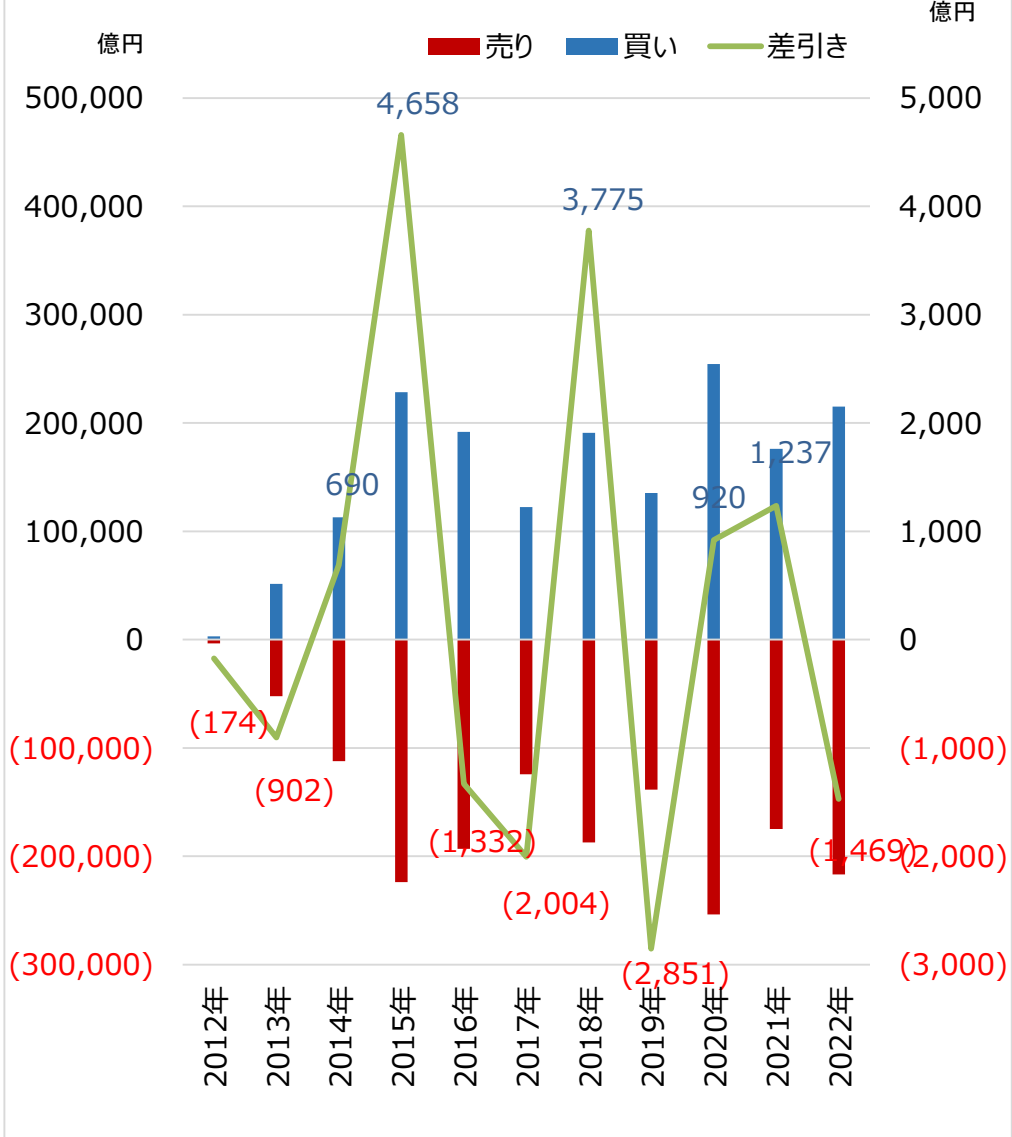
個人の国際分散投資にもETFの活用が進んでいるが、米国市場上場のETF取引も増えており、SBI,楽天、マネックスの各ネット証券では350銘柄を超える米国ETFが米国株式と同様に取引できる。

2022年7月から米国株を始めとする外国株式の信用取引が可能となっているが、米国ETFも利用できるため、個人投資家にとっては、通常のネット証券の取引インフラを利用すれば、米国市場に上場されている多様なETFを利用してほぼ24時間、主要な指数投資を行うことが可能となっ

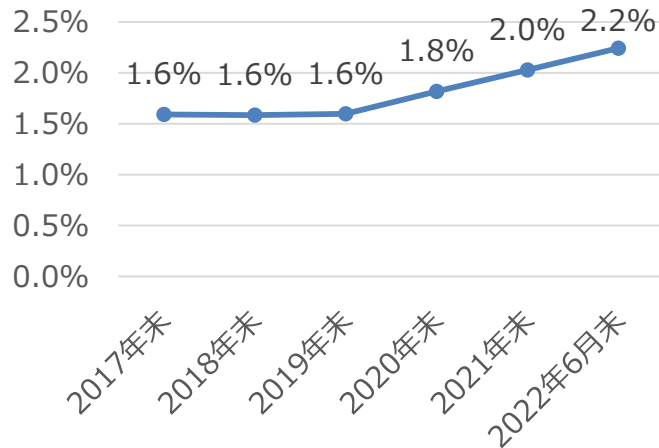
ている。

個人に外国ETF取引インフラを提供するネット証券側のメリットとしては、日本株や国内ETFの取引手数料(主要ネット証券8社平均で0.059%)より手厚い手数料(同、0.483%)や、為替のマージン、加えて信用取引の金利収益が期待できる。(以上の数値は、東証マネ部の記事より)

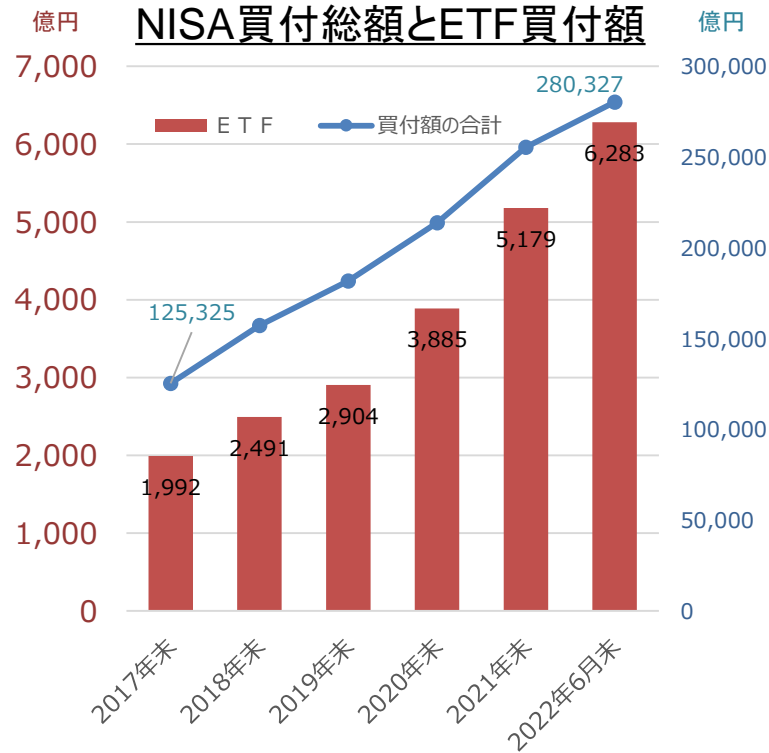
# 個人のETF年間売買状況（億円）



# NISA買付総額に占めるETF比率



# NISA買付総額とETF買付額



※東証：投資部門別売買動向より作成

## 期待と課題について

ETFに関する期待と課題について考えたい。

先ず期待の方だが、取引所を運営する日本取引所グループの中期経営計画2024(2022年3月31日公表)においては、ETF市場発展の数値目標として、レバレッジ・インバース型を除く1日平均売買代金と日銀買入分を除く純資産額、それぞれについて2024年度は3割増加(2021年度比)としている。また、ESG関連指数の算出業務に取り組む中で、先物とともに関連ETFの上場を目指しており、外国ETFの誘致も積極的に行うとしている。

金融行政からの期待については、投資家負担が軽いETFは長期・分散・積立投資など国民の安定的な資産形成を図る上では有効な金融商品としていて、少額での分散投資・透明性・商品の多様性などが評価されている。(2016年9月金融審議会)

投資家の期待としては、コストの低下以外に取引機能の充実が望まれるところだ。機関投資家としては取引サイズ

が大きいので流動性の低いETF取引については躊躇するケースがあったが、東証はETF市場で売買を希望する銘柄・数量等を多数のマーケットメイカーに打診し、個別に提示された価格で売買を行うことを可能にするRFQ機能を整備し、取引プラットフォームとして“CONNEQTOR”を2021年2月にスタートさせている。

個人投資家にとっては、多様な商品性を持つ米国ETFを取り扱う証券会社が増え米国株取引と同様の取引インフラを利用できることは多様な投資対象へのアクセスを容易にしている。

一方課題については、先ず大きいのは市場仲介者の問題で、ETFは上場株式と同じ法制度で取引インフラが成り立っている。従って投資信託と同様の受益証券ではあるものの、取引所の取引インフラに繋がっていない銀行などの金融機関では、顧客の為のETF取引は実務的に取り扱えない。

一時、金融機関などにETF仲介を認めたらという議論もあったが、現状では余り進展していない。証券会社にとってのETF仲介も、収益性が低く同様の指数連動の投資

信託に比べ、収益面でのインセンティブが働き難いことも指摘されている。今後、証券会社における資産管理型のフィー体系が浸透していかなければ証券会社の営業現場における変化は予想しにくい。

金商業者の助言業務や中立的アドバイザーなどの制度整備の中で、個人への助言活動に対する体系が整備され助言者側の報酬対価が明確になっていけば、実質的なETF投資仲介拡大に繋がっていくことも期待される。イメージとしては、NISAやDCなどでの利用が進むことを想定する米国型のETF利用スタイルだ。

次の課題としては流動性の更なる向上がある。投資家を対象とする指数の変動を確認しながら売買したいタイミングで売買できることが必要だが、東証のETFマーケットメイク制度においては、対象銘柄を拡大するとともに、マーケットメイカーが応じなければならない最低取引金額の引き上げや、マーケットメイク制度の実効性向上が取り組まれている。

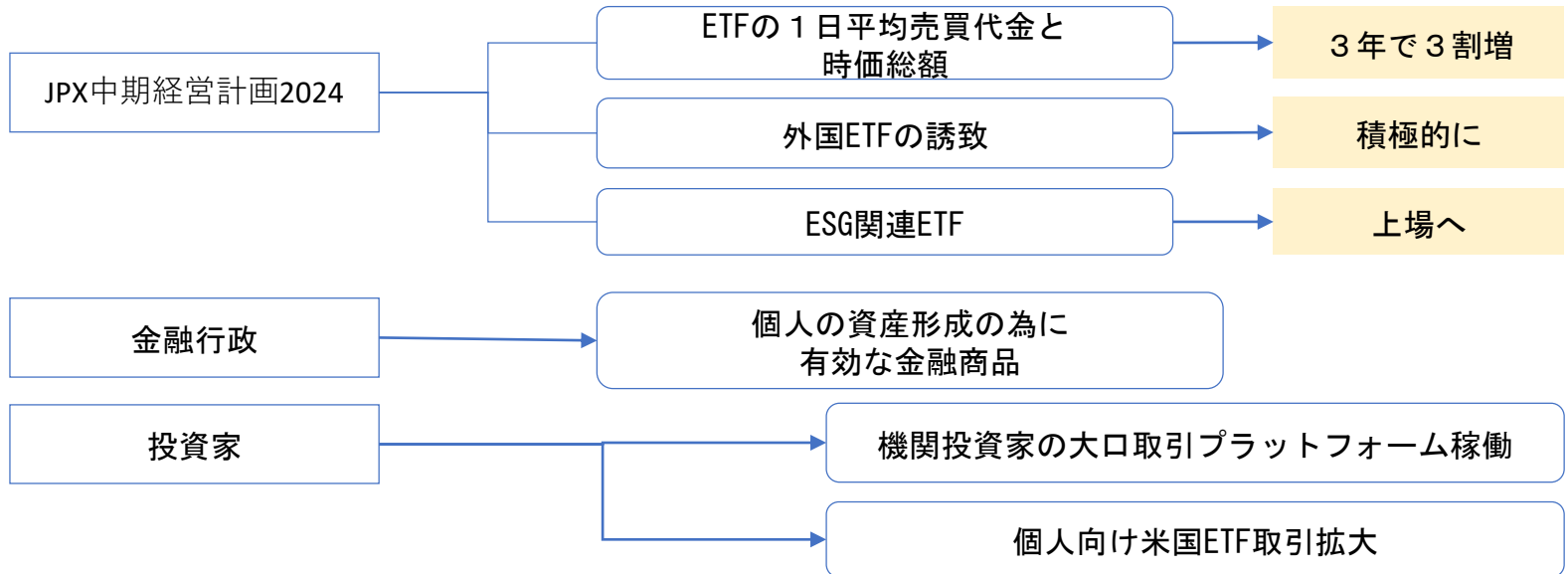
最後の課題としてはETFの運営に係る問題だが、ETFのコスト競争やグローバル化の進展でファンドの規模が巨大になってきており、この傾向は今後も続きそうだ。

そのため1ファンドの取引が株式市場全体に及ぼす影響も大きくなっていて、急速な相場下落であるフラッシュクラッシュなどへの注意も必要になっている。また様々な指数のETFが開発されているが、指数算出機関に対する利益相反などの監視が必要となっている。

いずれにしても、拡大するETFについては、市場全体の中で課題の把握とその解消策を見ていく必要がある。

# ETFへの期待と課題

期待



課題

