

ETF市場拡大の条件

ETF（上場投資信託）市場の規模は世界で3兆ドルを超え、その拡大スピードは加速し続けている。アメリカではホールセール向けに開発されたものの、いまや個人投資家が70%のシェアをもつ。一方、日本では、個人投資家の比率はETF市場全体の6%ほどにすぎない。ETFは投信に比べて販売手数料が

安く、長期の小口分散投資に適している。折しも金融庁の金融審議会がETF市場整備の議論が始まった。ETFは投信・保険に続く「窓販商品」として個人資産形成のツールとなる可能性も秘めている。「21世紀に起きた最大の金融イノベーション」が日本で拡大するための条件は何か。

グローバル分散投資ツールとしての活用に期待 ネットインテグレーションの設立や、海外資産への投資促進のための環境整備を

ETF（Exchange Traded Funds：上場投資信託）とは資本市場のエクスポージャーを取引所に乗せるテクノロジである。世界的にこのテクノロジを活用した流動性や透明性の高い新たな運用ソリューションが提供され、市場は拡大の一途にある。市場の流動性や商品の多様化、金融経済教育といった日本のETF市場が抱える課題を解決し、シンプルで取引しやすいETFのような金融商品の普及を通じて、国民の安定的な資産形成につなげるべきである。

ブラックロック・ジャパン
専務 有田 浩之



世界の金融市場最大の イノベーション

1990年代初頭に誕生したETF市場は、直近の5年間、年率19%で拡大し、16年9月末現在で約3・4兆ドルの市場に成

長している。米コンサルティング会社アーンスト・アンド・ヤングは最近発表したレポート（注1）のなかで、世界のETF市場が20年までに少なくとも6兆ドル規模へ成長すると予想している。また市場関係者の間で

は、ETFは過去数十年において世界の金融市場で起きた最大のイノベーションの一つという認識も定着しつつある。個人も機関投資家もだれもが同じ商品と同じ価格で取引できるといって「投資の民主化を引き

起こした」ともいわれるこのETFという金融商品とはいったい何なのか、とあらためて考えてみると、それはまさに資本市場のエクスポージャーを取引所に乗せるテクノロジであるといえるのではないか。

ETFは、①投資家に対して

は、アルファ（ベンチマークを上回るリターン）とベータ（幅広い市場指数に連動するリターン）を峻別する機会を与え、②販売会社に対しては、いわゆるコミッションベースからアドバイザーベースの営業姿勢の転換を後押しし、③また金融機関に対しては、近年の規制強化によりバランスシートに対する制約が厳しくなるなかで、ETFを活用した流動性や透明性の高い新たな運用ソリューションが提供され、多様な層に影響を与えながら利用が拡大しているといえよう。

世界の投資家は、費用が安いこと、目的に即したマーケット・エクスポージャーを容易にとれること、そして流動性が高いこと、というETFの特長に注目し、その利用を増やしてきた。世界の公募投信市場が約21兆ドル^ド、先物やスワップといったデリバティブ市場が49兆ドル^ド（注2）という現状と比較しても、ETFの3・4兆ドル^ドという数字に飽和感は乏しく、まだまだ大きく成長する分野であると確信

している。

預り資産ビジネスへの転換を促したETF

ETF先進国であるアメリカにおいては、約2・4兆ドル^ドにのぼる上場ETF資産残高のうち、約7割が個人投資家、もしくは個人投資家向け運用サービス、運用商品からの投資となっており、ETFが個人投資家市場で幅広く活用されている。

ETFの活用が広がった背景としては、個人投資家が自身で直接ETFに投資を行うことだけでなく、長期的な資産形成目標実現に向け、各個人投資家層の資産形成目標に応じた運用ポートフォリオの提供が、証券会社や独立系フィナンシャル・アドバイザーのチャネルで積極的に行われてきたことが大きな理由の一つとしてあげられる。

アメリカにおいては、金融商品の販売が「金融商品の単品売り」から「投資家の運用目標実現のためのポートフォリオ提供」へ移りゆくなかで、「販売手数料を重視したビジネスモデル」から、「預り資産残高に依

じて残高手数料を得るビジネスモデル」への転換が起きることにつながった。

長期的な預り資産残高増加を目指すこととなった金融商品の各販売チャネルは、各投資家層に適したポートフォリオ運用商品のラインアップ拡充を図ったが、それは同時に従来組み入れられてきたアクティブ運用商品に対するコスト意識の高まりをもたらし、代わってETFなど相対的に低コストで提供されるインデックス運用商品が目目されることになった。このような過程を経て、ETFは拡充されたポートフォリオ運用商品を構成するパーツとして、広く浸透していったのである。

ETFの積立は長期投資の支援材料になる

ひるがえって日本におけるETF市場の現状をみてみると、機関投資家による国内外上場ETFの活用は、この数年でかなり進んできた。日本、海外先進国や新興国の株式はもちろんのこと、利回り向上のための海外債券投資にあたって、ETF

の活用が広がってきている。また、JPX日経400など、伝統的なバツシブ運用とアクティブ運用の中間に位置付けられるスマート・ベータ指数を使ったETF活用も始まりつつある。

一方、国内ETF市場における個人投資家のETFの活用状況をみてみると、国内ETF市場全体に占める個人投資家の投資残高比率は約6%（注3）と、低水準にとどまっている。加えて、その大部分が日本株のレバレッジ型・インバース型で占められるのが現状である。

最近、「日本のETF市場はなぜこのように偏った状況になっしまったのか」「今後、本邦個人投資家にETF活用を促めていくためにはどうしたらいいのか」という声をよく耳にするようになった。日本のETF市場を活性化するうえでの課題については次に述べるが、いちばん重要なことは、証券業界および運用業界各社による個人投資家の長期的な資産形成へ向けたそれぞれの取組みが進み、そのなかで「各投資家層の運用目標に応じた、多様な運用ポート

フォリオ・サービスの提供」がより広範に広がっていくことである。

「高齢化が進むなかで老後の資金をいかに確保するか」「勤労層の資産形成をいかに進めていくか」といった個人投資家の抱える課題に対応すべく、今後各金融機関が運用サービスや金融商品の拡充を図っていく。そのなかで、運用のパーツとして有用なETFを組み入れる重要性が高まり、活用が進んでいくものと考える。

インターネットに親和性の高い傾向のある若年層に対しては、ETFを毎月1000円単位で積み立てられる仕組み等をオンラインで提供することも一つの手段だろう。ETFで構成された数種類のポートフォリオをリスク量や投資目標別に提示し、投資家はそれらを選択して積立を行う、というアメリカのロボアドバイザー等で行われているような仕組みも有効だと思われる。ETF積立ての仕組みは、投資家に対するコスト面での利便性をさらに強め、長期投資に向けた支援材料となる。

ネットインテグレーションがないため、流動性に課題

日本でETFをより広く浸透させていくためには、解決すべき課題がいくつかある。まずETF市場の流動性である。この点については従来からさまざまな意見が出されているが、最も大きな課題は、「日本におけるETFの設定・交換プロセスの改善」にあると考えている。

日本にはアメリカのNSCC (National Securities Clearing Corporation) のような「ETF」と「対象原資産の有価証券バスケット」のネットインテグレーションを行う決済機関が存在しないことから、ETFの設定・交換プロセスにかかる日数がT+6以上となっている現状がある。

これは、本来ならば裁定取引により対象原資産とETFが価格面でも流動性の面でも補完しあうメカニズムを阻害し、投資対象原資産の流動性が裏付けとなるはずのETFの流動性を著しく制限するものといえる。結果として株式と同じ決済サイクル(T+3)で取引を行うこと

ができるETFの流動性は、証券会社がETFを在庫として保有する数量の範囲に限定されてしまふ、という状況になっている。

マーケット・メイカーへのインセンティブ・プログラムを拡大して流動性を供給させることも一定の効果はある。一方で、ボルカー・ルール等の規制により、金融機関が自己資本を使ってビジネスをすることがむしろ難しくなっている現在の環境下において、とくにグローバルな金融機関にとっては、せっかくのインセンティブ・プログラムも(自己資本を使って)在庫を増やすことが能わずに、十分に活用されない可能性もあると考えられる。

国際分散投資の実現へのハードル

商品の多様化という点でも課題がある。本邦では国内ETF資産の95%以上が日本株指数に連動するETFで占められ、商品の多様化という点からは、まだ初期の段階といわざるをえない。個人投資家が日本円で手軽

に国際分散投資が行えるようになるためには、より幅広い商品ラインアップが提供される必要があるが、ETFプロバイダー(ETFの組成会社、運用会社)からみた場合、いくつかのハードルがある。

ETFプロバイダーが海外資産を投資対象とするETFを上場させようとした場合、大きく分けて①海外で実績のある外国籍のETFを「JDR」や「重複上場」のかたちで国内市場に上場させるか、②海外資産に投資をする国内籍のETFを上場させるという二つの方法がある。しかしながら、①については、投資家が特定口座で扱えない場合や、税務上の課題が生じる場合があることに加え、ETFプロバイダーに課せられる開示負担が大きい。

また②については、当然のことだが、当初は大きな需要のみえないETFを一から立ち上げる必要が生じる。いずれの場合においても、ETFは上場商品であり、資産残高が伸びないからといって上場廃止(償還)にすることは、公募投信と比較し

た場合、ハードルがかなり高い。むしろすべての問題を解決することはむずかしいが、ETFプロバイダー側の負担を少しずつ軽減し、商品の供給を後押しするような取組みが必要である。

国内市場への上場という手段のほかに、外国籍ETFを外国籍投資信託として規制当局に「届出」を行うことにより、当該ETFの国内販売を可能とする仕組みもあり、国内オンライン証券や大手証券会社がいわゆる「海外ETF」として取り扱っている。これは①の場合に比較すると、ETFプロバイダー等への負担は少ない。しかしながらその届出作業については、届出関連書類（現在非公開）を投資家が必要としている情報を中心に簡略化し、証券会社等での投資家向け情報開示に活用すること、また、その国内販売実務については、運用報告書の送付義務や投信乗換え勧誘時の説明義務に対して各証券会社の解釈を一致させること、といった改善の余地もある。

なお「海外ETF」については、海外市場での取引（外貨で

の取引）が必要となるうえ、証券会社の取引手数料も国内上場ETFと比較して格段に高くなる傾向があり、投資家に負担を強いることにつながる側面もある点を付言しておきたい。

日本債券ETF誕生に向けた環境整備を

債券を投資対象とするETFが少ないことも課題である。年別の日本国債や社債、地方債等、長期分散投資を行ううえで、母国債券は欠かすことのできない資産クラスだ。ところが、先進主要国のETF市場で母国債券のETFが存在しないのは、日本だけという状況になっている。

その背景としては、金利の絶対水準が低いことに加え、投資家サイドからは「取引所における株式取引価格の刻み（呼び値）が、債券取引の値幅と比較して大きい点」、マーケットメイクを行う金融機関サイドからは「市場部門における債券部署と株式部署間の連携が必要となる点」など、上場のためにクリアしなくてはならない課題が指

摘されており、現時点で「日本債券ETF」を上場しているETFプロバイダーは存在しない。こういった課題の解決に向けて、日本債券ETF誕生への環境を整えていく必要がある。

長期投資にはグローバル分散が不可欠

投資家自らが資産形成に向けて適切な判断を下せるようになることも重要である。ブラック・ロック・グループが15年7～8月に世界20カ国で行った投資家動向調査「インベスター・パルス・サーベイ」（注4）では、日本人の半数以上が退職後の資金について心配している反面、その準備状況はグローバルと比較して大きく遅れている、という結果が示されている。

個人投資家層による「人生設計とそれに付随する資産形成目標」についての意識向上が、長期的な資産形成に必要な要素であることは明白である一方で、そのための特効薬が存在しないことも過去の経緯が証明している。官民あけて、職場や学校等での継続的な金融経済教

育を地道に幅広く実施し、国民の金融リテラシー向上に努めていくことが唯一の道だと考える。

* * *

「貯蓄から投資へ」のスローガンのもと、1700兆円以上の家計資産の8割以上を占める現預金、保険等を投資に向かわせようとする試みが始まってから、すでにかんがりの年月が経過しており、それ自体に特段の目新しさはない。一方で昨今、「いかかにして国民の安定的な資産形成を図っていくのか」という命題についての議論が、官民を問わず本格化の動きをみせている。

国民の安定的な資産形成を図るうえで、ETFが非常に適した運用商品であることは明らかである。それはETFが冒頭にあげた優れた特長、すなわち「低コスト」「投資対象への容易なアクセス」「高流動性」を備えている運用商品だからという理由だけではない。長年にわたる経常収支黒字と近年の金融緩和によりもたらされた本邦における預金過多およびそれに伴う過剰流動性は、資金需要の乏しい現在の国内金融市場だけで

受けとめることは困難である。将来を見据えれば、長期的に安定的な資産形成を行うために、グローバル市場へ幅広く分散投資を行うことが必要不可欠であり、その結果として世界の経済成長の果実を享受することが可能となる。

個人投資家が本格的に海外投資を行うようになった暁には、個人投資家にとっても、商品の提供を担う金融機関にとってもETFのような特長をもつシンプルで取引のしやすい金融商品こそ必要であり、そのためにも本邦ETF市場の拡大が望まれる。

- (注) 1 E Y : “Global ETF Survey 2016”
2 Bank for International Settlements, Strategic Insight Simfund, BlackRock, Bloomberg : 2016年8月
3 東京証券取引所 : “ETF・ETN Annual Report 2016”
4 BlackRock : 世界20カ国3万1139人を対象に調査を実施

ありた ひろゆき

87年一橋大学経済学部卒、日本興業銀行入行。92年国際資金部。99年ブラックロック(NY)入社。01年旧野村ブラックロック・アセット・マネジメント代表取締役副社長、04年代表取締役社長。06年メルリンチ・インベストメント・マネジャーズとブラックロックの経営統合後、07年ブラックロック・ジャパン代表取締役社長。09年パークレイズ・グローバル・インベスターズとブラックロックの経営統合により代表取締役。10年常務取締役、12年現職。

.....

ブラックロックについて

ニューヨークに本社を構える世界最大の資産運用会社。運用資産額は約518兆円(2016年9月末)。06年にメルリンチ・インベスト・マネジャーズ、09年にパークレイズの資産運用部門であるパークレイズ・グローバル・インベスターズと経営統合。同社のETFのブランド「iシェアーズ」は、世界で約4割のシェアをもつ。