

2017年3月24日 全6頁

# 取引所外取引と日銀のETF購入

## インデックス運用増で証券自己の取引増

金融調査部 主任研究員  
土屋 貴裕

### [要約]

- 全国の証券取引所取引に対し、取引所外取引での取引の構成比が上昇している。取引所外取引の一部を占める、PTS（私設取引システム）での取引はそれほど増えていない。
- 取引所外取引で増えている大口以上の取引は、日銀のETF（指数連動型上場投資信託）購入動向と連動性が高く、取引所外取引の増加は日銀のETF購入が増えていることが背景と考えられる。
- 証券会社が指定参加者として、ETFの価格調整や組成に係わり、必要な銘柄を手当てしなければならないことから、ETF発行の増加は証券自己の買いになっていると考えられる。証券自己は海外投資家の先物売買を現物株の売買に転換している可能性もあり、市場全体でインデックス運用が増えていると言える。
- インデックス運用の増加のマイナス面として、個別企業に対する株式市場のガバナンス低下などが挙げられる。一方、個人投資家などにとって分散投資を容易にするプラス面がある。
- ETF市場における個人投資家の売買の規模は、現物株や投信への資金流出入よりも圧倒的に小さいが、個人のETF売買は必ずしもパッシブな運用ではなく、新たな投資ツールとして積極的な利用が増えている可能性がある。

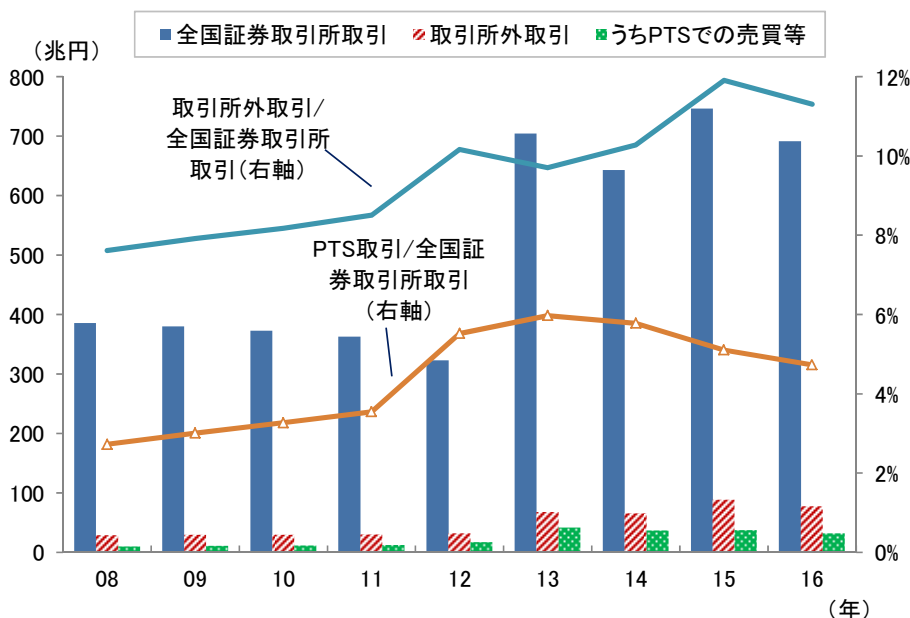
## 増加傾向の取引所外取引

近年、全国の証券取引所取引に対する取引所外取引（市場外取引）の比率が上昇傾向にある（図表 1）。2016 年は、691 兆円の取引所取引に対し、取引所外取引は 78 兆円で取引所取引のおよそ 11%に相当し、2015 年よりも小幅に低下したが、2008 年の 8%程度から上昇トレンドを描いている。

2016 年の取引所外取引の 4 割程度は PTS（私設取引システム）取引で、およそ 33 兆円であった。PTS での取引額は 2013 年頃にかけて増加し、ピーク時の 2013 年に 42 兆円で取引所取引の 6%程度となった。2014 年以降は、取引所取引に対する比率は低下して 5%以下となり、取引所外取引に占める比率も 6 割程度から 4 割程度に低下した。

以下では、取引所外取引が増加している背景や影響について、可能な範囲で探っていく。

図表 1 取引所外取引の位置づけ



（出所）東京証券取引所、日本証券業協会より大和総研作成

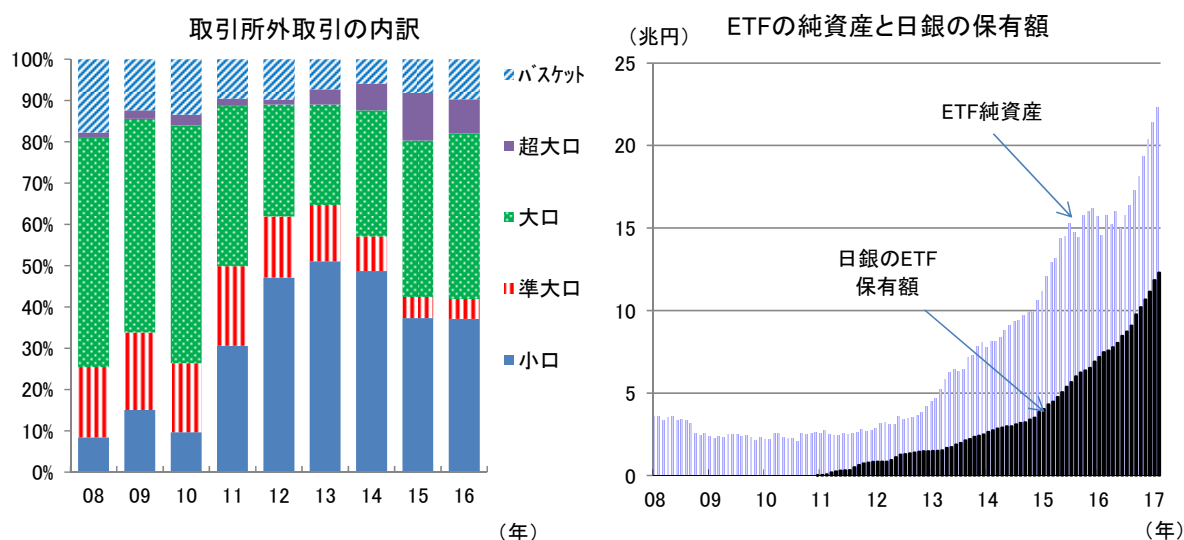
## 日銀の ETF 購入

PTS 以外の取引所外取引には自社株買いなどがある。ところが、2016 年は 5.3 兆円の自社株買いのうち 5,000 億円余りが取引所外において実施されたが（取得開始日が 2016 年中の普通株式を集計）、繰り返し売買されるわけではなく、規模はそれほど大きなものではない。

取引所外取引の詳細は不明ながら、2013 年にかけて小口取引の売買シェアが上昇し、その後、足下にかけて大口取引、超大口取引、バスケット取引の比率が上昇している（図表 2 左）。比較的大きな取引が増えていることから、取引所外取引の増加要因として考えられるのは、日銀の

ETF (指数連動型上場投資信託) の購入に伴う ETF 市場の拡大であろう。ETF の純資産残高は 2017 年 2 月に 22 兆円を超えた。このうち日銀の ETF 保有額は 12 兆円を超えて、ETF 純資産残高のおよそ 6 割を占め、上昇傾向にある。(図表 2 右)。日銀は年間 6 兆円を買い入れる予定で、日銀の ETF 購入によって新たな ETF が組成されていることになる。

図表 2 取引所外取引の内訳、増える日銀の ETF 保有



(注) 左図の取引所外取引の内訳は、小口：売買代金 300 万円以下、準大口：300 万円超 5,000 万円以下、大口：同 5,000 万円超 50 億円未満、超大口：同 50 億円以上、バスケット：15 銘柄以上かつ売買代金 1 億円以上または会員による報告。

(出所) 日本証券業協会、日本銀行、投資信託協会より大和総研作成

日銀の ETF 購入と取引所外取引、ETF の設定動向などの関係を確認すると、日銀の ETF 購入と ETF の設定額との相関が高い (図表 3 左)。日銀の ETF 保有額が市場の 6 割を占め、日銀は ETF を購入する一方で、原則として売却しないことから、日銀の ETF 購入と ETF の設定動向の相関が高いのは当然であろう。また、取引所外取引のうち大口売買、大口以上 (大口と超大口、バスケット取引を合計) との相関が高く、現物株の主体別売買動向のうち証券自己の売買動向との相関が高い。

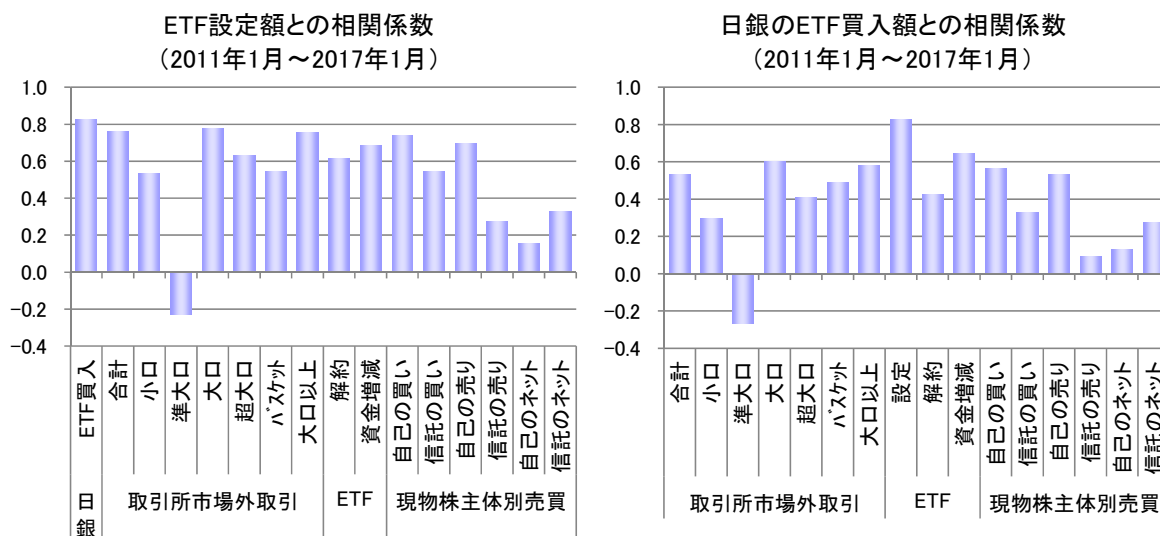
他の主体も ETF を売買していることから、ETF 設定額と様々な取引の関係を確認すると (図表 3 右)、取引所外取引のうち、大口取引や大口以上の取引、主体別売買のうち証券自己の売買との相関が高い。

通常、証券自己の売買は、企業のエクイティファイナンスに際しての募残や裁定取引、顧客からの立会外取引注文とそのヘッジ取引などで委託売買と反対方向になり、一般に売り越しとなりやすいが、2015 年は 1.6 兆円、2016 年は 2.4 兆円を買い越した。ETF は、主に証券会社が指定参加者として価格調整や組成に係わり、必要な銘柄を手当てしなければならない。ETF の資金増減額は 2015 年に +4.6 兆円、2016 年に +3.8 兆円であった。買い越しのみという日銀の ETF 購入規模の拡大に合わせて組成すべき ETF の規模も拡大し、ETF の大規模組成が証券自己の買い

越しにつながっていることが示唆される。

大規模な ETF の注文だと、市場では売買が成立しにくくなるほか、需給のバランスが崩れて ETF の価格が対象とする指数とかい離する可能性がある。このため市場で売買せず、取引所外取引で手当てする部分が高まり、日銀の ETF 購入と ETF の設定額、大口以上の取引所外取引の相関係数が高まる結果になっているとみられる。

図表 3 日銀の ETF 購入、ETF 設定額との関係



(注) 「自己」は証券自己、「ネット」は買い金額と売り金額の差引き。

(出所) 日本銀行、東京証券取引所、日本証券業協会、投資信託協会より大和総研作成

## 海外投資家の株式先物売買と証券自己

証券自己は、海外投資家の先物売買を現物株の売買に転換している機能も考えられる。

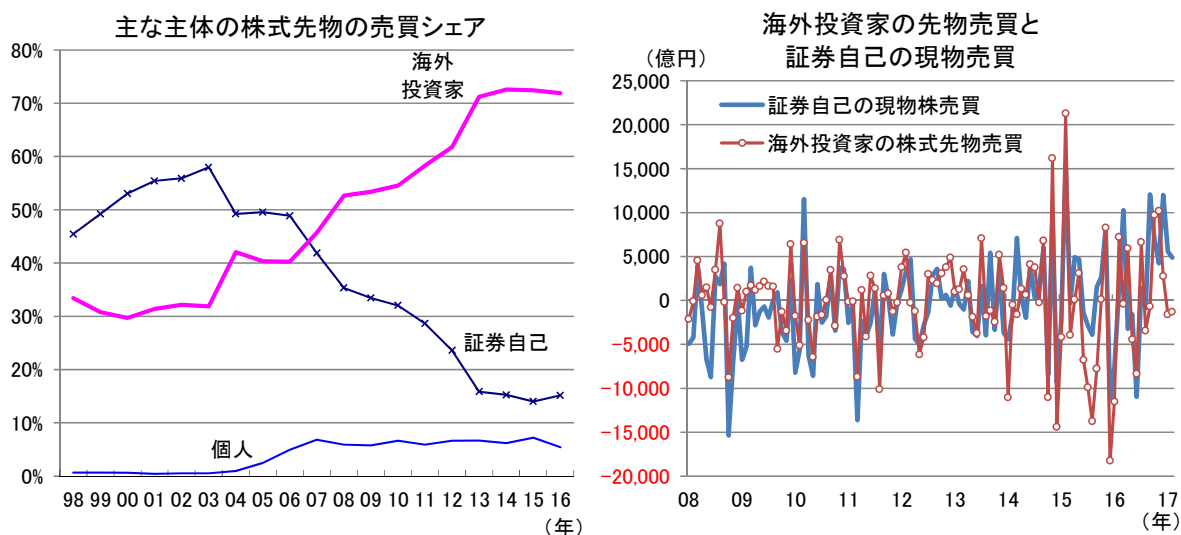
株式先物市場では、現物株市場以上に海外投資家の取引シェアが高く、2016年の株式先物の全取引に占める海外投資家の売買シェアは72%（委託部門におけるシェアは85%）まで高まっている（日経225先物、TOPIX先物、日経300先物の合計、図表4左）。次いで証券自己が15%、個人が5%であり、取引の大部分を海外投資家が占め、現物株の60%（委託部門の70%）と比べて極めて高い。

大部分は海外投資家同士で売買が成立していることになるが、一部は証券自己が売買のカウンターパートになっている可能性がある。だが、証券自己は本来、ポジションをニュートラルとし、現物と先物の裁定取引も仮需であって、タイミングを別にすればニュートラルな取引である。例えば、海外投資家の先物買いに応じて証券自己が先物の売りポジションを抱える場合は、ヘッジとして現物を買うことでポジションをニュートラルに近づけ、逆は逆となる。

海外投資家の先物売買動向と証券自己の現物株売買の連動性は高い（図表4右）。足下でかい離がやや広がっているが、証券自己の売買からETF市場における資金増減（設定額から解約額

と償還額を控除)を差し引くと、海外投資家の先物売買額に近づく。2011年以降の海外投資家の先物売買動向と証券自己の現物株売買の相関は0.71で、ETFの資金増減を考慮して比較すると0.84となる。期間を長く取って2002年以降とした場合、相関係数はそれぞれ0.70と0.75であり、日銀のETF購入の影響が規模拡大に従って証券自己の売買に反映される度合いが大きくなっていることが示唆される。

図表4 海外投資家の先物売買と証券自己の現物売買



(注) 先物は日経 225 先物、TOPIX 先物、日経 300 先物の売買合算。現物株は 2 市場 1・2 部合計。左図は報告された全ての売買におけるシェア。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

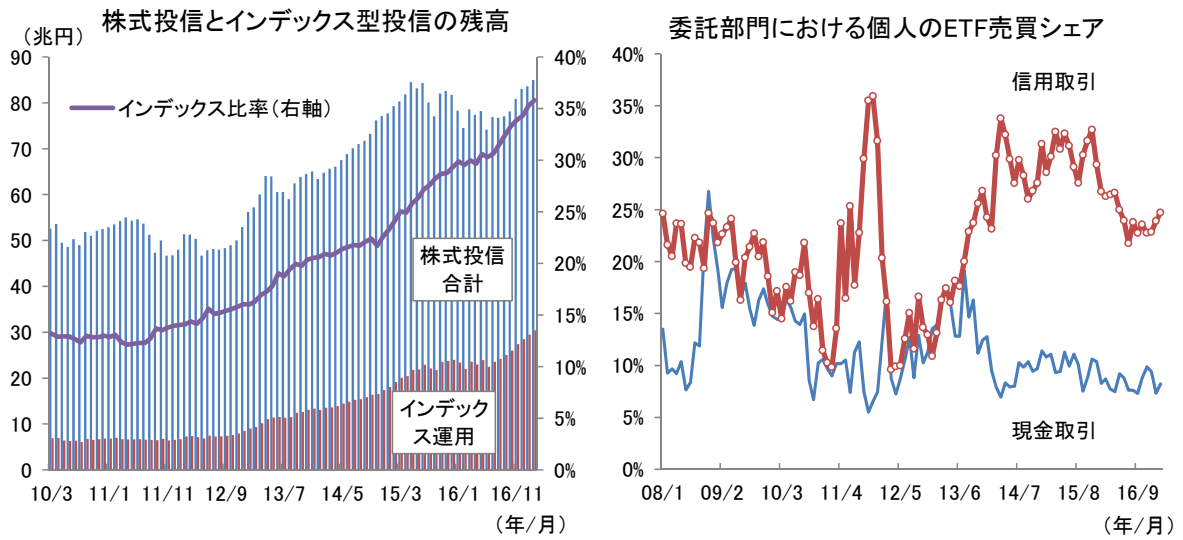
## インデックス運用の増加

株式投信に占めるインデックス運用の比率は3割を超え(図表5左)、株式先物もインデックスであることから、株式市場全体におけるインデックス運用は増えていると言えよう。

インデックス運用の増加のマイナス面として、個別銘柄の価格発見機能の低下や、企業に対する株式市場を通じたガバナンス機能の低下が挙げられる。低コストの投資ツールとして、インデックス運用は今後も増えると予想されるが、足下のETFの発行増は、日銀の買い入れに多くを依存している面があり、取引所外取引でのETFの組成や従来型のインデックス投信のリバランスなどが増えて、市場構造がわかりにくくなっていると考えられる。

一方、これまで運用額が小さい個人投資家などにとって難しかった分散投資を容易にするプラス面がある。銘柄やセクター、国際分散などであり、ショート(売り建て)ポジションを追加することや、コモディティや新興国への投資も可能となる。ETF市場における個人投資家の資金流入の規模は、現物株や投信よりも圧倒的に小さいが、個人のETF売買は、現金取引よりも信用取引が多くなっており(図表5右)、パッシブな運用だけではなく、新たな投資ツールとして積極的な利用が増えている可能性がある。

図表5 株式投信のインデックス運用、委託部門における個人のETF売買シェア



(出所) 投資信託協会、東京証券取引所より大和総研作成

— 以上 —