

2019年11月12日
日 本 銀 行

「ETF市場関係者との意見交換会」議事要旨

1. 開催要領

(日時) 10月17日(木) 16時から

(場所) 日本銀行本店

(参加者) ETF市場に携わる金融機関等(公募)のほか、資産運用会社、市場インフラの運営主体、業界団体、金融庁および財務省(オブザーバー)の実務責任者

(本行出席者) 企画局長、企画局審議役、同企画調整課長、同企画調整課企画役、金融市場局市場調節課長、同市場調節課企画役

—— 席上配付資料は、別添1～4のとおり。

2. 本行からの説明等

- 本行より、本年4月の金融政策決定会合を受けて検討を進めているETF貸付制度について説明した。

3. 参加者の意見

- 上記説明の後、質疑応答・意見交換を実施した。意見交換会参加者から聞かれた主な意見は以下のとおり。

貸付制度の全般について

- 日本のETF貸借市場は、海外と比較して整備が遅れており、発展の余地がある。ETF貸付制度の実現は、ETF市場の発展に資するものと期待される。
- 現状、受渡期間に制限がある顧客との取引は、まとまった単位となると、ETFを設定して受け渡すことではなかなか対応できない。また、ETFは設定・交換停止期間があるため、この間の顧客のニーズに即応するためにはある程度在庫を保有しなければならない。ETF貸付制度が機能すれば、このような顧客のニーズに応えられ、投資家の裾野が広がりうる。

貸付期間について

- コーラブルの取引となる場合、コールのタイミングや受渡しまでの期間が予め明示されると、実務的に対応しやすい。

貸付利率について

- 公平性・透明性の観点から貸付利率を入札に付すことは理解できる。
- 入札の場合、借り手として確実に借り入れられる保証がない点は気になる。
- 貸付利率は、最初は目線を整えるのが難しい。もっとも、制度を運営する中で需要と供給が合う水準が見えてくるのであれば、市場参加者の目線も揃ってくるのではないかと。

貸付頻度について

- 貸付頻度は日次が理想。仮に、貸付けを日次ではなく、例えば月次といった一定の間隔で実施する場合、使い勝手は悪くなる。
- 貸付頻度は、入札事務を受託する信託銀行の事務のフィージビリティ等とのバランスも踏まえながら設定していくことが適当。
- 制度導入は、市場参加者にとっては何がしかのメリットをもたらすはずなので、まずは制度を始めることが肝要。貸付頻度を含め、課題があれば利用が低調になることで明らかになるので、その際に柔軟に見直しを行えばよい。
- 仮に貸付けを月次で実施するのであれば、特に借入れのニーズが見込まれるETFの設定・交換停止期間に合わせて貸付けが実施されることが望ましい。

分配金の権利確定日を跨ぐ取引の取扱いについて

- 分配金の税制優遇措置分を貸付利率で調整するのは致し方ない。借り手としては、そうした条件を所与として、採算が合うなら制度を利用し、そうでないなら利用しないことになる。

担保金の取扱いについて

- 政策金利賦課の回避といった、本来の趣旨に外れた利用がなされるのを防ぐため、担保金には政策金利相当の利率を付すことが妥当。
- 受託者となる信託銀行にとっては、受け入れる担保金は銀行勘定を通じて日銀

当座預金に預け入れられるため、何らかの措置がとられない限りマイナス金利負担が増加しうる。また、担保金の受入れにより信託銀行のバランスシートが拡大する点にも留意を要する。

貸付銘柄ごと・貸付対象先ごとの貸付金額について

- 貸付金額が大きすぎると困るという市場参加者はいないだろう。
- 仮に日本銀行から貸付対象先ごとの貸付上限を設けたとしても、例えば複数の貸付対象先が同一の先に転貸する場合、その転貸先は相応の調達が可能となる点には留意を要する。

貸付銘柄や取引にかかる情報の取扱いについて

- 仮に入札とする場合、必要な情報の開示・公表のあり方については、借り手のニーズ・利便性を踏まえる必要がある。
- 借り手は貸付対象銘柄がわからないと、そもそも入札に参加しづらい。また、貸付けの結果がわからないと、相場観も形成しづらい。

その他

- 日本銀行から借り入れたETFの解約（現物株への交換）が可能であれば、理屈のうえでは、流動性の低い現物株を取得する目的で大口の借入れが行われ得る点には留意を要する。この他、借り入れたETFの解約等が、日本銀行のETF買入れに与える影響等も気になる。
- 仮に日本銀行から借り入れたETFの現物株への交換が制度上禁止されると、分別管理が必要となり、管理が煩雑化する。
- ETF貸借取引に関する公表統計上、今回のETF貸付制度における貸付けをどのように扱うべきか、検討する必要があるのではないか。

以 上

2019年10月17日

日 本 銀 行

「ETF市場関係者との意見交換会」議事次第

1. 開会挨拶
2. ETF貸付制度の検討状況に関する説明
3. 質疑応答・意見交換
4. 閉会挨拶

ETF貸付制度の検討状況

2019年10月17日

日本銀行

1. 強力な金融緩和の継続に資する諸措置

【2019年4月25日 政策委員会・金融政策決定会合決定（抜粋）】

1. 日本銀行適格担保の拡充

(1) 企業債務に関する信用力要件を、以下の基本方針のとおり緩和する。

- ① 外部格付けを取得している企業の債務については、当該企業がBBB格相当以上の格付けを取得していること。
- ② 外部格付けを取得していない企業の債務については、金融機関の自己査定で当該企業が正常先に区分されていること。

(2) 地方公共団体に対する証書貸付債権等については、貸付条件の決定方法として入札等の実施を求めない。非公募地方債については、公募地方債との表面利率および発行価格較差要件を求めない。

(3) セカンダリー市場で取得した政府向け証書貸付債権等を適格担保として受入れ得ることとする。

2. 成長基盤強化支援資金供給の利便性向上・利用促進

(1) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」（円貨）の利用先に本資金供給の実績を踏まえた利用枠を付与し、その範囲内で資金供給を受けられることとする。

(2) 「成長基盤強化を支援するための資金供給」および「貸出増加を支援するための資金供給」について、新規貸付の実行日の期限を2021年6月まで延長する。

3. 国債補完供給（SLF）の要件緩和

最低品貸料の引き下げ、銘柄別の売却上限額の撤廃等の要件緩和を行う。

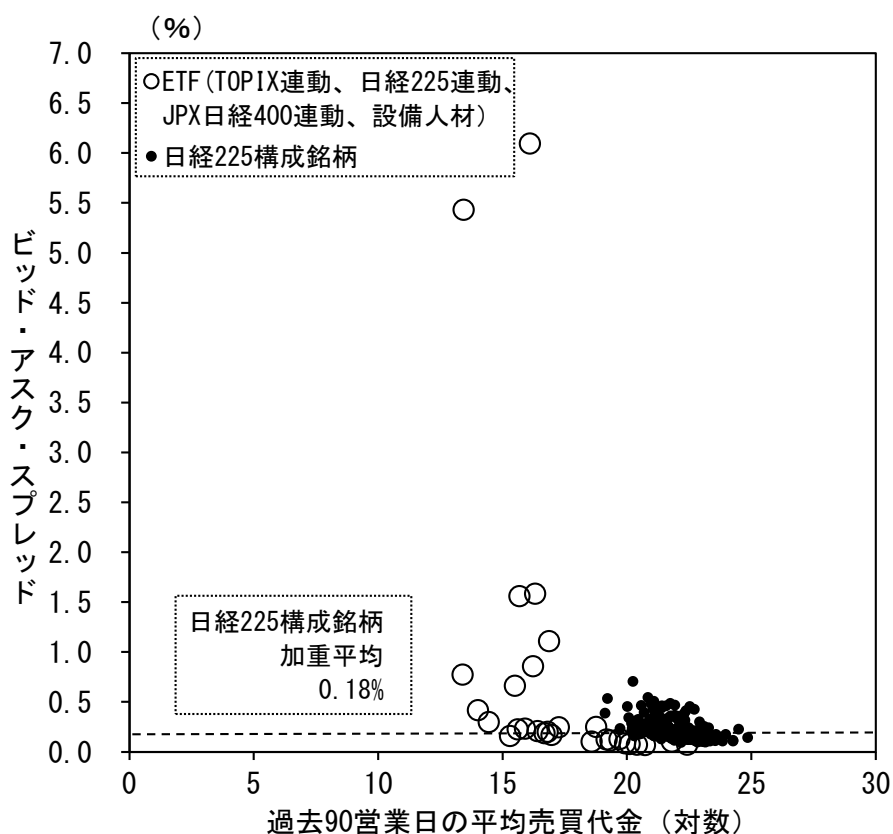
4. ETF貸付制度の導入

日本銀行が保有するETFを市場参加者に一時的に貸し付けることを可能とする制度の導入を検討する。

2. E T F市場に関して聞かれた声 (E T F 貸付制度の検討の背景)

- E T F市場は、銘柄によっては売買代金が低位にとどまり、ビッド・アスク・スプレッドも株式対比拡大しがちであるなど、流動性に課題。
- E T Fの機動的な売買やマーケットメイクを行うためには、ある程度の在庫を保有しておくことが必要であるが、現状、貸借取引が盛んに行われていないこともあって、この在庫保有コストが高止まりし、プライスや取引量にも影響している。

(E T Fと日経 225 構成銘柄のビッド・アスク・スプレッド)

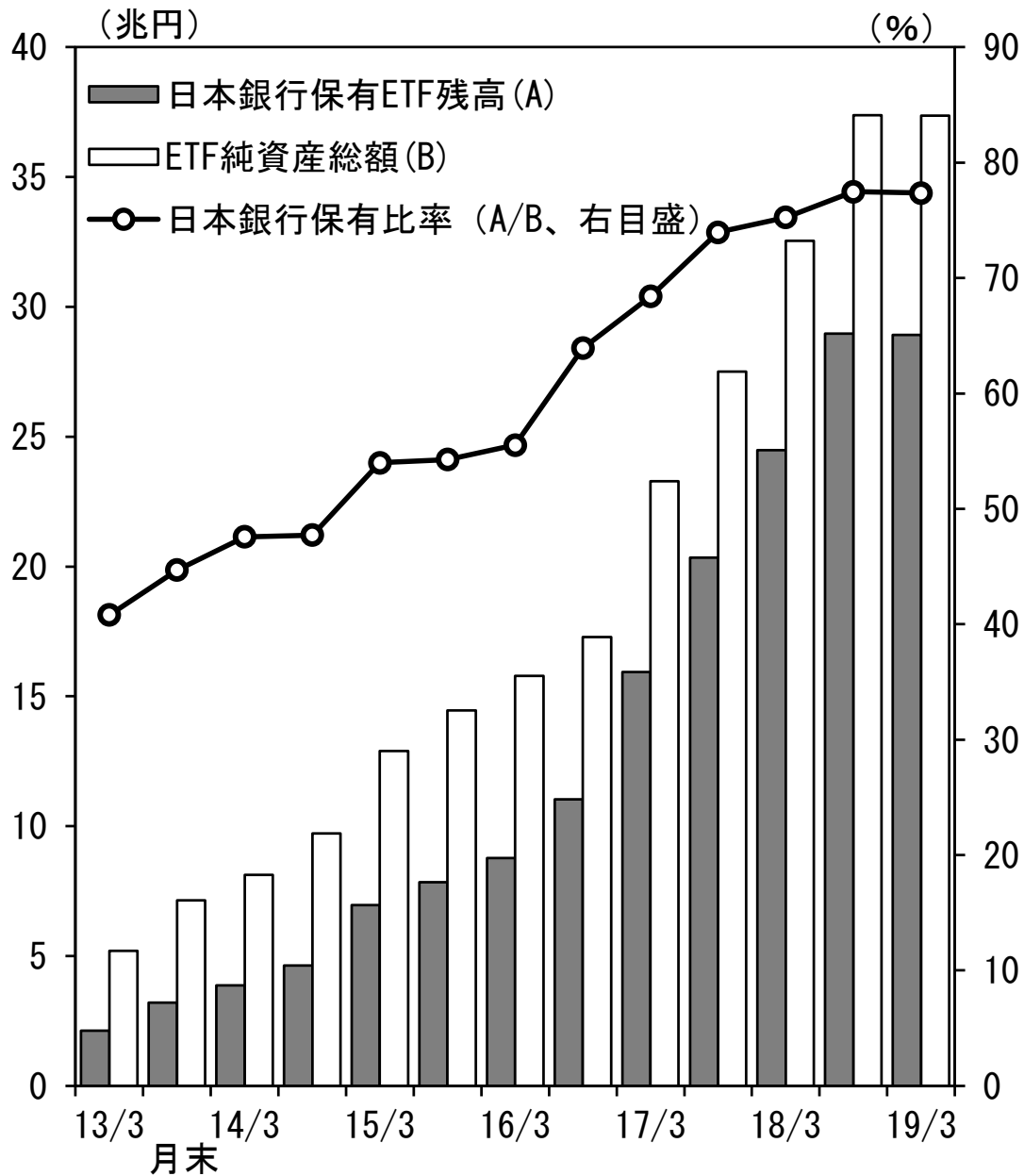


(注) 1. 2019年10月7日時点の値。

2. ビッド・アスク・スプレッドは、各銘柄のアスクとビッドの差を終値で割った値 (過去10営業日の平均、同期間に取引が成立しなかった銘柄を除く)。

(出所) Bloomberg

3. 日本銀行によるETF買入れの推移



(出所) 日本銀行、投資信託協会

4. E T F 貸付制度の検討にあたってのポイント (市場参加者から寄せられた声)

(1) 貸付期間

市場参加者の声

- 現在の株式貸借取引では、「オープン・エンド（双方が随時コーラブル）」とする契約が一般的であり、E T F 貸付にも馴染みやすい。
- ✓ 市中の一般的な取引慣行を前提としつつ、予め、日本銀行からコールをかけるタイミングを示す運用をどう考えるか。

(2) 貸付利率

市場参加者の声

- 現在の株式貸借取引では、相対で貸付利率を決定するのが一般的。
- 日本銀行が貸付けを行う場合、他の金融市場調節手段等と同様、貸付利率は入札で決めるのか。
- ✓ 公平性や手続の透明性を確保する観点から、貸付利率を入札に付すことをどう考えるか。

(3) 貸付頻度

市場参加者の声

- 貸付けの頻度は高いことが望ましく、理想は日次。
- もっとも、まずは制度が発足することに意義がある。一定の間隔で実施された場合でも、貸付対象先が他者に転貸するような運用も考えられる。
- ✓ 円滑な制度の導入の観点から、当面、一定の間隔を置いて貸付けを実施することをどう考えるか。

(4) 分配金の権利確定日を跨ぐ取引の取扱い

市場参加者の声

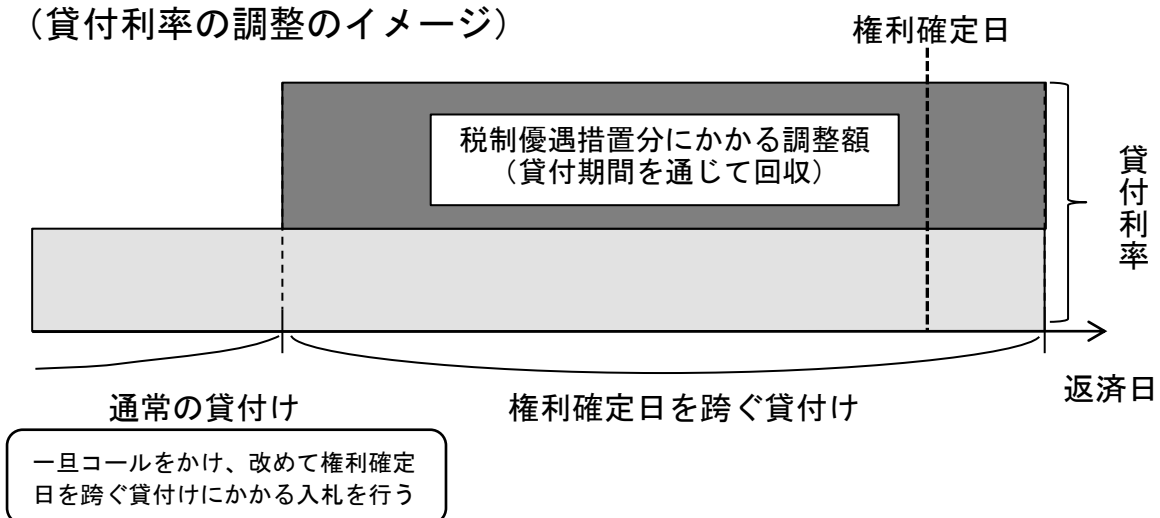
- 分配金の権利確定日を跨ぐ貸付取引については、ETFの新規設定停止等で玉が調達しにくい期間であり、借入れのニーズは強い。
- 現在の株式貸借取引では、配当の権利確定日を跨ぐ貸付取引については、貸し手が借り手から相当額を受領するのが一般的。
- 配当にかかる税制優遇措置分は貸付利率で調整することが自然。

- ✓ ETFの分配金には税制優遇措置（法人税上の益金不算入措置）が適用される一方で分配金相当額には税制優遇措置が適用されない中、その分を貸付利率で調整することをどう考えるか。

(権利確定日を跨ぐ貸付取引のイメージ)



(貸付利率の調整のイメージ)



(5) 担保金の取扱い

市場参加者の声

- 現在の株式貸借取引では、担保金利率については政策金利やコールレートをを用いるのが一般的。
- 重要なのは、貸付利率と担保金利率の両方を勘案したトータルコスト。

✓ 担保金に政策金利相当の利率を適用することをどう考えるか。

(6) 貸付対象先

市場参加者の声

- 主要ETFの指定参加者のうち頻繁に取引を行う者、マーケットメイク制度の参加証券会社、証券金融会社などが貸付対象先となっていることが望ましい。

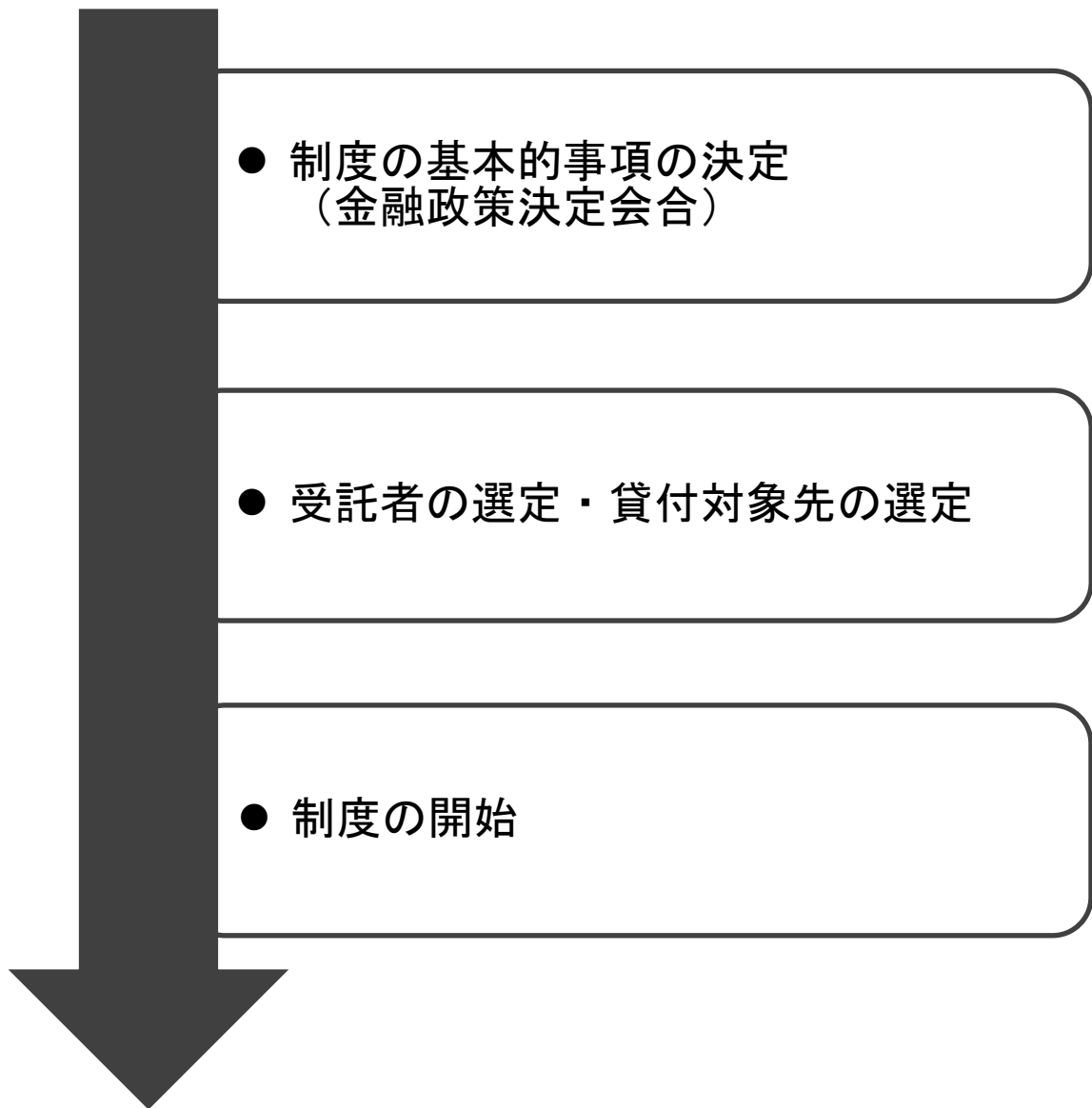
✓ 貸付対象先については、日銀当座預金取引先のうち、日本銀行が予め選定した先とすることをどう考えるか。

(7) その他のポイント

- ✓ 貸付銘柄ごと・貸付対象先ごとの貸付金額
- ✓ 貸付銘柄の範囲
- ✓ 貸付銘柄や取引にかかる情報の取扱い、等

5. 今後の予定

○ E T F 貸付制度の導入に際しては、次のようなプロセスが必要。



以 上

2019年10月17日

日 本 銀 行

「ETF市場関係者との意見交換会」参加者一覧

みずほ銀行
三菱UFJ銀行
三井住友銀行
三菱UFJ信託銀行
みずほ信託銀行
三井住友信託銀行
日本マスタートラスト信託銀行
資産管理サービス信託銀行
ソシエテ・ジェネラル証券
BNPパリバ証券
JPモルガン証券
ゴールドマン・サックス証券
メリルリンチ日本証券
野村証券
SMBC日興証券
大和証券
みずほ証券
三菱UFJモルガン・スタンレー証券
東海東京証券
光世証券
日本証券金融
三井住友トラスト・アセットマネジメント
大和証券投資信託委託
日興アセットマネジメント
野村アセットマネジメント
ブラックロック・ジャパン
三井住友DSアセットマネジメント
三菱UFJ国際投信
東京証券取引所
投資信託協会
日本証券業協会
金融庁
財務省

「ETF市場関係者との意見交換会」配席図

