



第15回ETFコンファレンス
分科会:ETFの効率的な執行方法と留意点

Jane Street

講師紹介

浦岡弘助/Hirosuke Uraoka (講師)

アムンディ・ジャパン株式会社
ETF・オルタナティブマーケティング部
シニア ヴァイス プレジデント



本邦機関投資家に対してアムンディETFのマーケティングを担当。2020年にリクソーETFの日本事業立ち上げ担当者としてソシエテ・ジェネラル証券入社。リクソー事業の買収に伴い2022年よりアムンディ・ジャパンに入社。

2007年大和証券SMBC株式会社入社。13年にわたり東京、香港、ロンドンにおいて外国株式並びにETFのセールス及びトレーディングを担当。

慶應義塾大学経済学部卒
日本証券アナリスト協会 認定アナリスト

三上和久/Kazuhisa Mikami (講師)

ジェーン・ストリート
日本事業 営業統括部長



ジェーン・ストリート機関投資家セールス・トレーディング所属。主に日本国内の機関投資家向けに、米国、欧州上場ETFを中心としたグローバルETFのトレーディングサービスを提供するとともに、東証上場国内籍ETFの流動性供給にも携わる。

2020年ジェーン・ストリート入社以前は、日米の保険会社、ヘッジファンド、資産運用会社勤務を経て、直近ではバンガード日本オフィスにて9年間国内投資家向けに米国籍、欧州籍、香港籍ETFのセールス、クライアントサービス及びETFを利用した商品企画に従事。

カリフォルニア大学ロスアンゼルス校(UCLA)卒業。ロンドン大学大学院(SOAS)にて経営学修士号(MBA)取得。テンプル大学法科大学院(ロースクール)にて米国法修士号(LLM)取得。

庄司圭織/Kaori Shoji (司会)

株式会社Wanderism
代表取締役社長



株式会社Wanderismにて、英語教育ならびに海外ツアーの企画を行う。また、金融関係の翻訳や解説なども行い、イベントの司会、メディア出演などもある。現職以前は、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社にて個人投資家向け投資信託のセールスおよびマーケティング、バンガード日本オフィスにて海外籍ETFならびに国内籍投資信託の国内機関投資家向けセールスおよびマーケティングに従事。

2017年ミス・ワールド・ジャパン ファイナリスト。2018年にMiss Tourism Queen International日本代表。現在はShibuya Cross FMのラジオパーソナリティ及びユーチューブにて韓国語講座も開催中。TBS系列『林先生の初耳学』、TBS系列『それって平気なの!?って聞くTV』等、複数メディアにも出演。

早稲田大学政治経済学部卒業。



アムンディについて



約**1.9兆**ユーロ¹
運用資産額



約**8,000億**ユーロ¹
責任投資関連運用資産額²



世界**TOP10**³



1億
を超える顧客数



従業員数
約**5,400名**



世界**35**カ国に及ぶ
事業展開



東京は世界6つの
運用拠点⁴のひとつ



ユーロネクスト・パリ市場
株式上場（2015年11月）

1 出所：アムンディ（2022年12月末現在）

2 責任投資関連運用資産額は、アムンディ・グループ各社の投資信託ならびに個別アカウントにおいて、その投資プロセスに責任投資にかかる一定基準を盛り込む運用を対象*に集計しています。責任投資にかかる一定基準は、環境や社会、ガバナンスに関する事項、倫理的ないし持続可能性に関するテーマに個別あるいは組み合わせとして関連づけられています。*ジョイント・ベンチャーや再委託を行う商品、

証券化商品、また、他社が運用するマスター・ファンドに対するフィードバック・ファンドは対象に含まれていません。

3 出所：インベストメント・ペンション・ヨーロッパによる資産運用会社トップ500社（2022年6月版、2021年12月末の運用資産額）に基づく。

4 主要な運用拠点：ボストン、ダブリン、ロンドン、ミラノ、パリ、東京（アルファベット順）

ジェーン・ストリートの取引高(グローバル:2022年)

225億ドル

ETFの日次平均取引金額*

8兆ドル

2022年の株式取引金額

1.5兆ドル

2022年の債券取引金額

3,200以上

恒常的に取引しているオプションの数

*252取引日の平均

出所：ジェーン・ストリート、2022年12月末現在

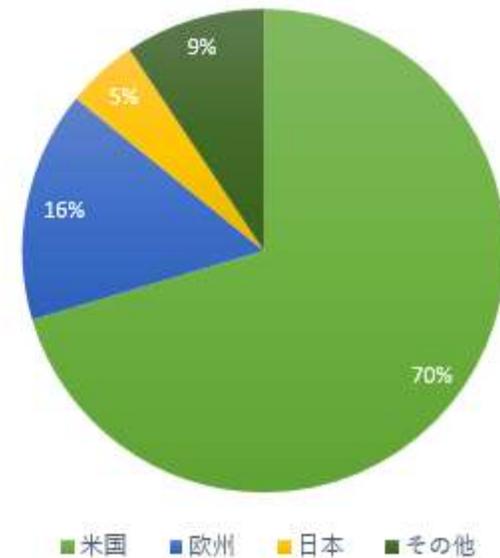
世界のETF市場

- ・ グローバルのETF資産は2022年に縮小も、2023年に入り再拡大
- ・ 資産の7割は米国上場ETFで日本は5%に過ぎない

世界のETF資産額とファンド数推移



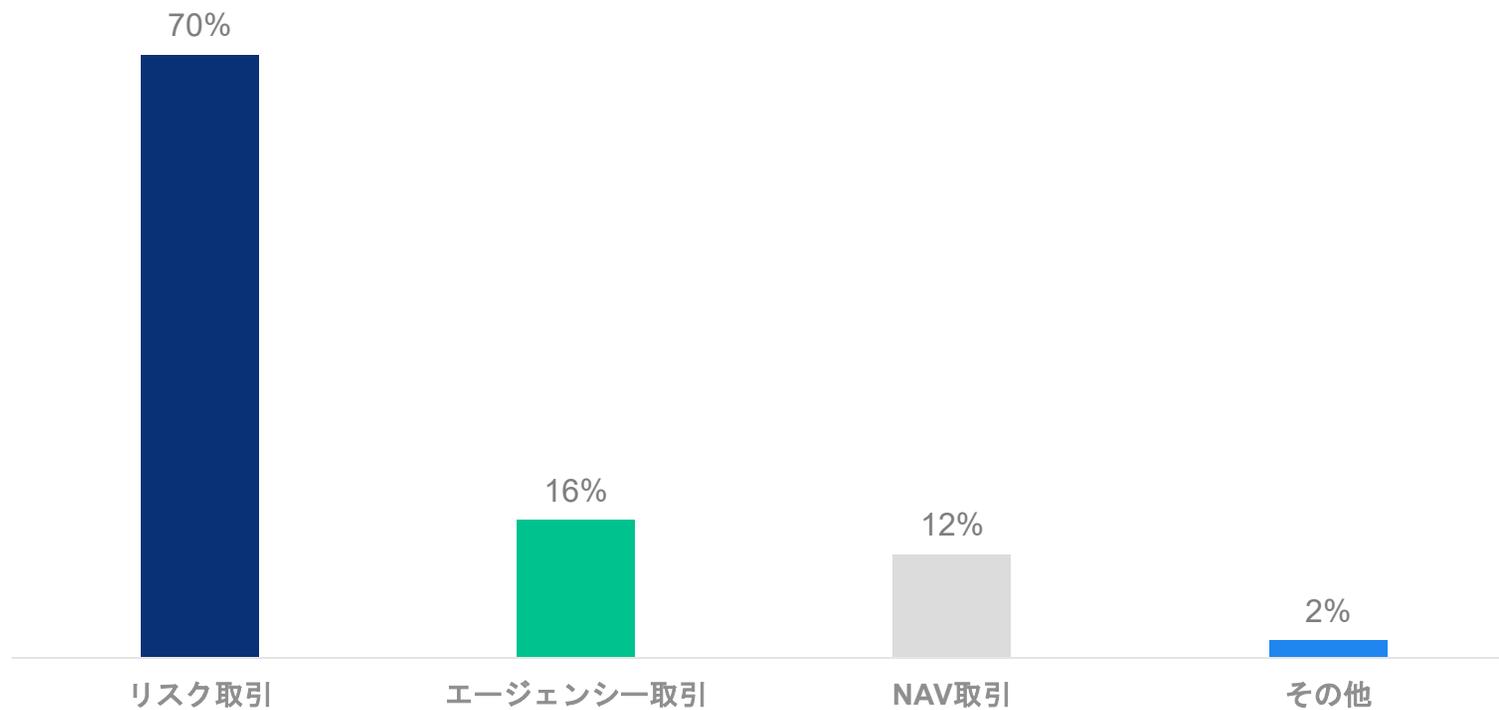
ETF資産の地域別割合 (2023年2月)



(出展) ETF GIのデータを元にアムンディ・ジャパン作成

海外の機関投資家のETF取引執行戦略

ETF取引についてどの執行方法をよく利用しますか？



一般的なETFのブロック取引

	Price	Distinct Characteristics
リスク取引	取引は単一のプライス（買値もしくは売値の片方または両方のサイドを提示可能）で執行	プライスで合意すると、市場リスクは即時に投資家からマーケット・メーカーに移転
NAV（基準価額）取引	ETFの次の時点（将来）のNAVに基づく	最終的な執行価格は、NAVが決まるまで不明（通常、当日遅くまたは翌日）
ギャランティ・リファレンス取引 (GTWAP/GVWAP/GMOC)	選択したリファレンス価格をもとに、取引を行う。 一般的によく使われる指標s: TWAPギャランティ取引 (GTWAP), VWAPギャランティ取引 (GVWAP), or 引値ギャランティ取引 (GMOC)	市場流動性により、執行に影響することもある

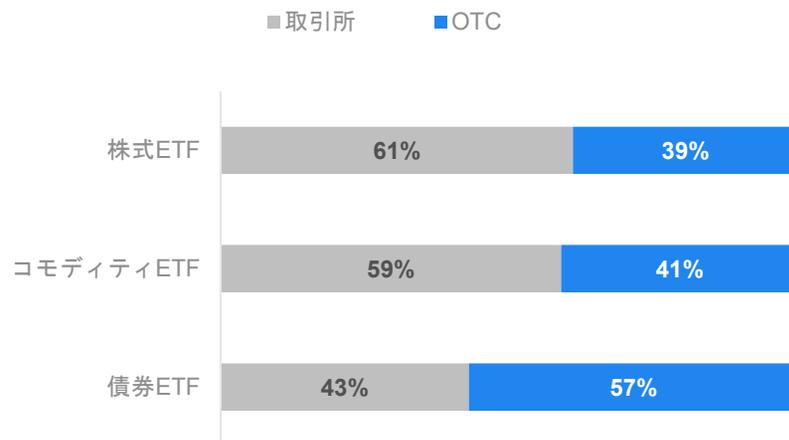
注：上記の図は、説明・参照目的

ETFの取引場所 – 取引所 vs OTC

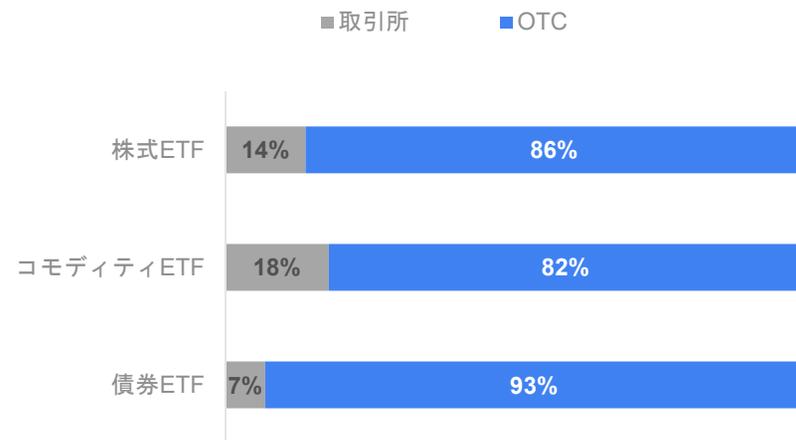
資産クラス別ETF取引手段：取引所 vs OTC

- **株式ETF及びコモディティETF:** 平均取引サイズは比較的小さく、多くの流動性供給者が取引所での流動性を供給している
- **債券ETF:** 大口取引の高いニーズと取引所取引ではスプレッドが広いため、OTCの利用が増えている。

米国の場合（2022年）



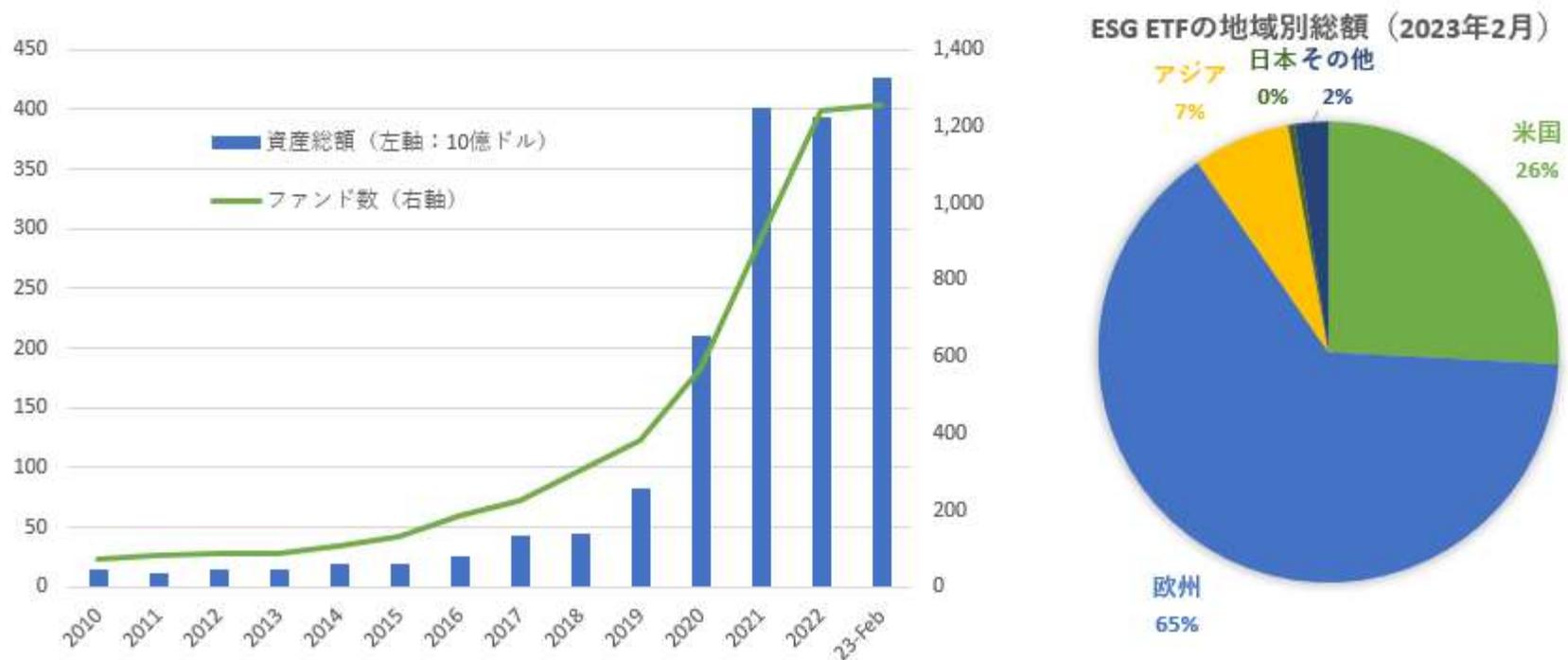
欧州の場合（2022年）



出所: 米国市場のデータはFINRA, 欧州市場のデータはジェーンストリートの取引高より（2022年12月時点）

世界のESG ETF市場

- 2021年までの急拡大からペースは鈍化も本数及び資産額ともに堅調に拡大
- ESG ETFに関しては欧州が最大の市場



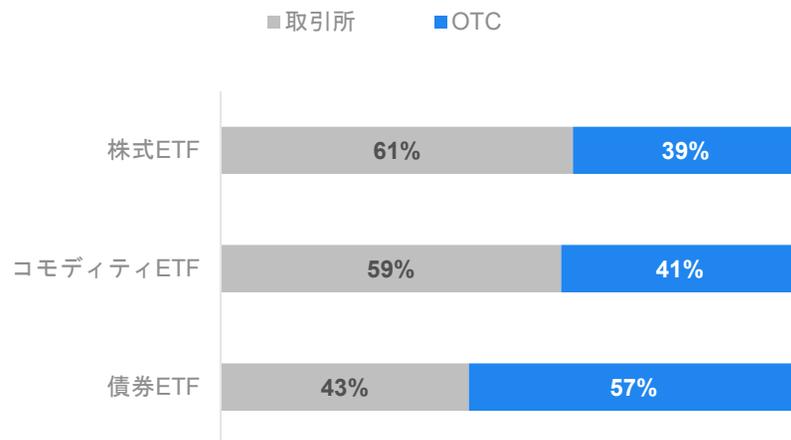
(出展) ETF GIのデータを元にアムンディ・ジャパン作成

ETFの取引場所 – 取引所 vs OTC

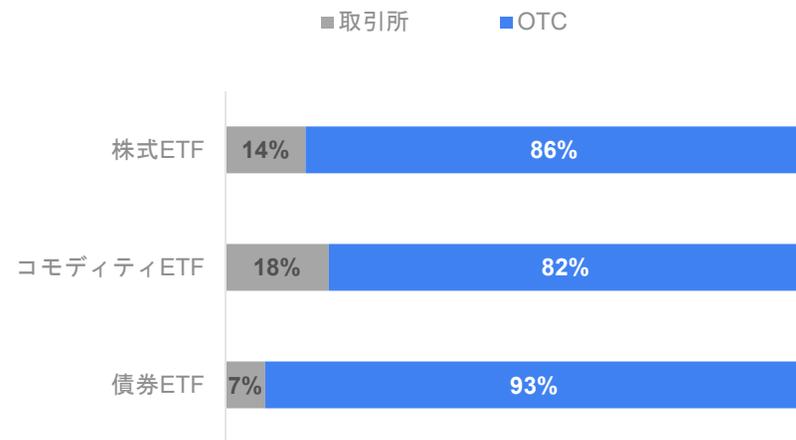
資産クラス別ETF取引手段：取引所 vs OTC

- **株式ETF及びコモディティETF:** 平均取引サイズは比較的小さく、多くの流動性供給者が取引所での流動性を供給している
- **債券ETF:** 大口取引の高いニーズと取引所取引ではスプレッドが広いため、OTCの利用が増えている。

米国の場合（2022年）



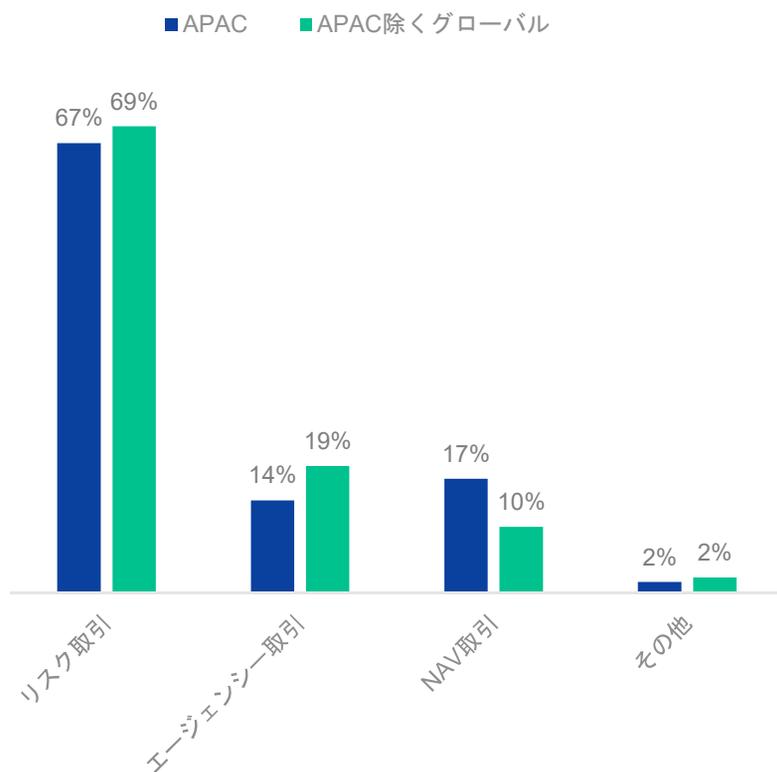
欧州の場合（2022年）



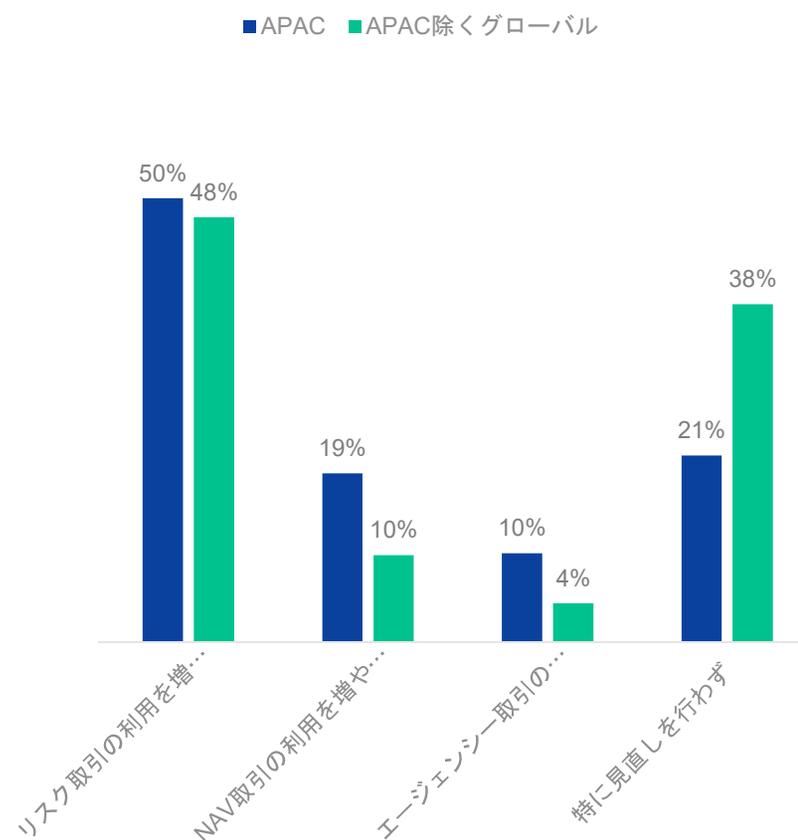
出所: 米国市場のデータはFINRA, 欧州市場のデータはジェーンストリートの取引高より (2022年12月時点)

グローバルの投資家はリスク取引を好む傾向

ETFを取引する際によく利用する執行戦略は？



2020年のボラティリティの高い市場を経験して、利用すべき執行戦略を見直したか？



執行タイプ: 引値ギャランティ取引 (GMOC)

概要

マーケット・メーカーは、ETFの次の(将来の)終値に基づくプライスで投資家とETFを取引することに同意します。

- 通常、終値は取引日終了時のオークションの価格です。
- NAV取引が、通常、ETFの構成銘柄である原資産の終値に連動するのに対し、GMOCは、ETF自体の終値に連動します。

強み

- クロージング・オークションは流動性が高くなる傾向があります。

弱み

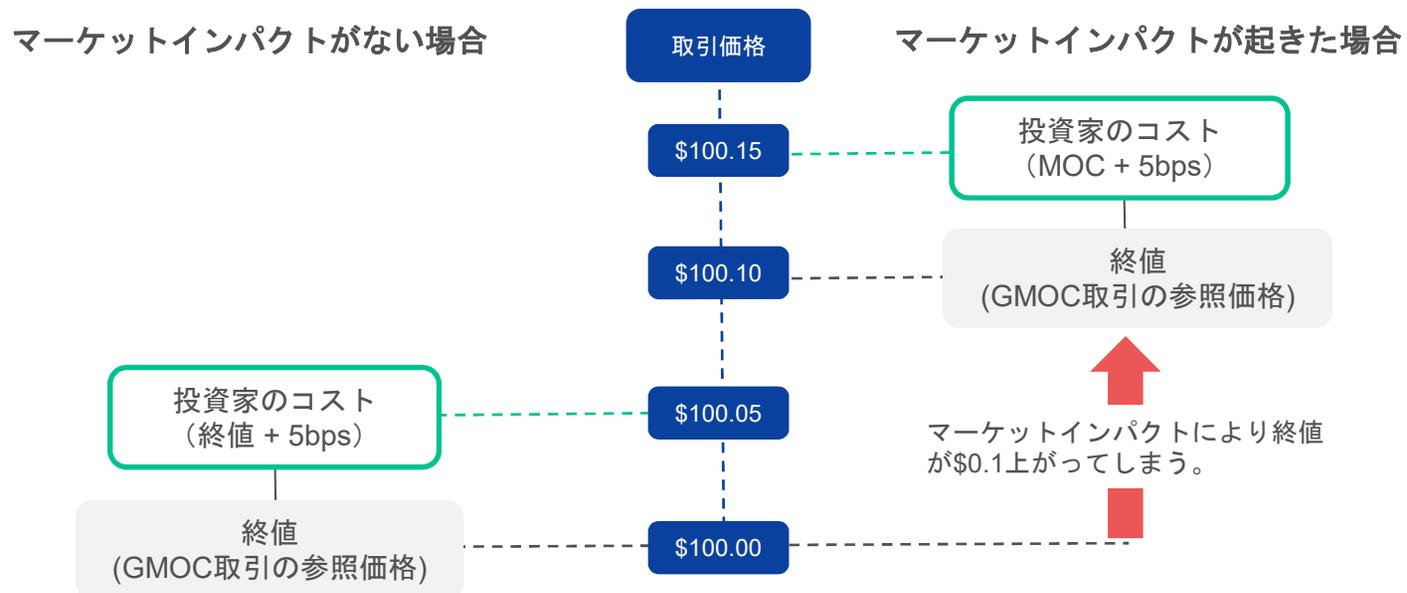
- 終値を待つことはタイミング・リスクを伴います。
- 参考価格が誤解させるものであったり、比較が難しいことがあります。
- マーケット・インパクトは、取引のサイズや、マーケット・メーカーがそのポジションを取るためにどれだけ積極的に取引するか依存します。
- GMOCの参考価格を真に比較するためには、投資家は、各マーケット・メーカーがどれだけ積極的にクロージング・オークションの前やその間に取引する予定かを知る必要があります。

注：上記の図は、説明・参照目的

ETF取引のマーケットインパクト例

引け値ギャランティ取引(GMOC取引)の例

- マーケットメーカーと 'GMOC + 5 bps' で合意。
- マーケットインパクトがない場合の終値を \$100 と仮定。
- マーケットインパクトが起きた場合の終値を \$100.10 と仮定。



注：上記の図は、説明・参照目的

ジェーン・ストリートのレポート

- 「ETF執行戦略 機関投資家向けガイド」
- 「ESG投資の持続的成長を目指す資産運用会社」
- 「市場のストレスが高まる中でのクレジットETF取引」
- 「債券市場の流動性が枯渇したにもかかわらず、債券ETFは流動性を維持」
- 「ETFのNAV取引についての重要な考察レポート」
- 「新興国市場ポートフォリオ・トレードにおける新たな投資機会」
- 「投資家の注目を集めるリート」

その他、多数のレポートを日本語で提供！

配信希望の方は、asiasales@janestreet.com までご連絡ください。

2020年9月28日

入門編：ESG投資の持続的成長を目指す資産運用会社

概要

今週、第75回国連総会が開催されます。今年も国連の持続可能な開発目標（SDG）の採択から5年目です。当社は2020年9月24日に上場された次の4銘柄のESG ETFのリード・マーケット・メーカーを務め、ESG商品への支援を継続します。

•
•
•
•

当社はETF
ETFにも及び
算では54%
向けに約1億

• IGBE
• SADI
• SADI
• SRM

以下では、ES
び寄せている
を検討します。

概況：ESG
業界のESG
ESG関連フ
ず。欧州のま
資産の約80
用し、残り
はESG以外

2020年4月1日 | クイックテイク

市場のストレスが高まる中でのクレジットETF取引 当社の最新分析

昨年の『Credit ETF Trading in Stressed Markets』と題するレポートで、市場のストレスが過度に高まった場合、クレジットETFも取引コスト高の影響を避けられないと説明しました。こうした市場では、ETFのマーケットメーカーはリスク軽減のために原資産である債券市場に大きく依存しなければならず、債券の売却に大幅なスプレッドの負担を強いられます。マーケットメーカーは、予想困難な高いヘッジコストに直面し、ETF取引のスプレッドを大きくすることになります。

こうした動きの事例として、2018年12月に投資適格変動利付債の流動性が短期的に枯渇した結果、一時的に変動金利ETFのスプレッドが上昇するとともに、出来高が少なくなったことを述べました。

本レポートでは、投資適格変動利付債市場に関する最新の分析結果を基に、市場のストレスが高まった場合、クレジットETFにどのような影響が生じたかを説明します。原資産である債券市場とともに、ETF市場ではスプレッドが拡大し、出来高が減りました。しかし、同時に、ETFは極めて貴重な役割を果たしています。投資家はETFによって市場心理の変化を反映した価格でリスク移転を行うことができました。

本レポートは3つのセクションに分かれています。

1. 状況説明：価格の下落、資金流出および売買高の増加

市場ストラクチャーおよびETF戦略
ETFのNAV取引についての
重要な考察

2022年5月

エグゼクティブサ
ムマリー

ETF投資信託（ETF）
変動した価格で取引
ジェーン・スト
っております。た
できないリスクが
具体的には、市
のヘッジ活動を通
NAV」が正確に何
は、すべて、NAV
があるものです。

レポートでは、
オについて取り
上げます。

ナリオ1：
家がETFに對する
のエクスポ
ーを望む場合

なみに、リスク取
多い、NAV取引
であるエージェン
がります。

マーケット・メーカーによるETFおよび
一般的なETFトレーディング戦略入門

市場投資信託（ETF）は、1990年代初めに登場して以来、著しい成長を遂げています。2021年末現在、世界で8,600を超えるETFが上場しており、運用資産残高は10兆ドルを超えました。ETFは、個人投資家が引き続き関心を寄せる中、アセット・オーナーや金融機関、保険会社の導入も拡大したことで、成長が加速しています。ETFにはミューチュアル・ファンドの特徴とともに株式の特徴があります。すなわち、ETFは、組み入れ証券を保有するオープンエンドファンドという点でミューチュアル・ファンドに似ていますが、株式のように取引所で日中の流動性が得られます。しかし、ETFはいくつかの重要な点でミューチュアル・ファンドや個別株式と違っており、そのため、ETFは投資ポートフォリオへの組み入れが拡大し、投資ポートフォリオの重要な組み入れ資産になっています。

本レポートでは、まず、ETFの流動性と価格、ETF取引に関するさまざまな取引相手、ETFの流動性の源泉、そしてETF特有の設定/解約の仕組みについて解説します。パートIIでは、金融機関にとって最も一般的なETFの執行戦略である、リスク取引、基準価額（NAV）取引、エージェンシー取引について説明します。

パートI：ETFの流動性

ETFのクオート（呼び値）と価格

米国上場の株式と同様、米国上場のETFは、主要市場の取引時間（米国東部時間午前9:30～午後4:00）中に取引所で売買できます。表面的には、投資家が取引したいと考えるETFの価格を調べると、株式と同様のクオートを目にすることができます。クオートにはビッドとオファーという2つの価格があります。このスクリーン上のクオートは「最良気配値」と呼ばれており、全米最良気配（NBBO）として知られる取引可能な最も良い気配値です。こうしたクオートは、通常ETFを取引したいと考えるマーケット・メーカーが表示します。以下は、ETFのクオートがどのようなものを示しています。

免責事項

© 2023 Jane Street Group, LLC. All rights reserved.本レポートは、米国では金融取引業規制機構(FINRA)(www.finra.org)および証券投資者保護公社(SIPC)(www.SIPC.com)の会員である米国登録証券会社のジェーン・ストリート・エクセキューション・サービスズ・エルエルシー(JSES)によって、欧州では英国金融行為監督機構によって許可・規制される投資会社のジェーン・ストリート・ファイナシヤル・リミテッド(JSF)およびオランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten)によって許可・規制される投資会社のジェーン・ストリート・ネザーランド・ビービー(JSN)によって、香港では香港証券先物取引委員会が監督する認可会社(CE No. BAL548)であるジェーン・ストリート香港リミテッド(JSHK)によって発行されました。本資料は情報提供のみを目的として提供されるものであり、個人投資家である顧客に対する配布または適用される法令によって禁止されている場合の配布のためのものではありません。また、本資料は、証券またはその他の金融商品の購入または売却についての提案または勧誘ではありません。本資料は、JSES、JSF、JSN、JSHKのマーケティング活動に関連して販売・トレーディング担当者によって作成されたものであり、調査報告書とすることを意図したものではありません。本資料は、投資判断の基礎となる十分な情報を含みません。本資料で提供される情報のいずれも、会計、税務または法的助言ではありません。欧州に拠点を置く利用者は、[JSFのデータ・プライバシー・ポリシー](#)および[JSNのデータ・プライバシー・ポリシー](#)をお読みください。

本プレゼンテーションは、貴社への情報提供のみを目的としており、ジェーン・ストリートに関する特定の秘密情報を含みます。したがって、本プレゼンテーションおよびその内容は、ジェーン・ストリートの書面による事前の同意なしに第三者に提供することも第三者と共有することもできません。