

日本銀行によるETF買入れについて

～市場への影響と課題、そして出口は？

平成29年1月3日

株式会社資本市場研究所きずな



リスク資産買入の沿革と現状

トランプ相場以前の日本市場は、100円を一時的に割る様な円高の進行にも関わらず、8月以降は意外に底堅く16,000円台を維持していたが、これは原油相場の底打ちするとともに、作年7月下旬に公表された日銀による日本株ETFの買入枠をほぼ倍増の年間6兆円としたリスク資産買入拡大策が大きく影響した。この金融緩和強化策の中で、ETF買入に焦点を当ててその影響や課題などを取り上げたい。

まず、現在のリスク資産買入は、日本株に連動するETFの年間買入枠を6兆円に拡大されているが、実際のオペレーションを見ると、買付を実施する日の1日当たりの金額が700億円以上とそれ以前に比べると倍以上となっている。また、一昨年7月下旬の政策決定会合で公表された「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETF買入枠(年間3,000億円)に対して、決定時点では該当するETFが無かったが本年度に入ってからこの種のETF組成が進み、4月以降毎日12億円の買付が

行われている。年間900億円の買入枠があるJ-REITに関しては、買付実施日には最近13億円が買われるオペレーションが続いていて作年は既に887億円の合計額となっている。

また、日銀によるリスク資産買入政策の沿革は以下の様になっている。(政策決定会合公表ベース)

- ・2010年10月29日(白川総裁):ETF買入枠4,500億円(2011年末)、J-REIT500億円(2011年末)の買入限度額設定、ETFは各銘柄の時価総額に比例した上限・J-REITは各銘柄5%上限。
(その後、2012年末までの残高としてETF1.6兆円、J-REIT1,200億円、2013年末までの残高としてETF2.1兆円、J-REIT1,300億円)
- ・2013年4月4日(以下、黒田総裁):残高ベースから年間増加額ベースへ変更、ETF買入枠1兆円(年間)、J-REIT買入枠300億円(年間)に拡大【量的・質的金融緩和の導入】
- ・2014年10月30日:ETF買入枠3兆円(年間)、J-REIT買入枠900億円(年間)に拡大、新たにJPX日経400に連動

するETFを買入れの対象に加える。

・2015年12月18日：別途「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」の株式を対象とするETF買入れ枠別途3,000億円(年間)、この分の実施は2016年4月から。また、J-REITの1銘柄当たりの買付上限は10%に拡大。

・2016年7月29日：ETF買入枠6兆円(年間、但し上記設備投資・人材投資ETFの3,000億円を含む)に拡大

白川総裁・黒田総裁時代を通して日銀によるETF買入額は、累積で10兆円を超えており、この金額は東証1部の時価総額に対して2%近くまで増加している。白川総裁の時に行われた買入オペレーションに関しては、リーマンショックや東日本大震災での日本経済に対するダメージを柔らげる印象が強かったが、黒田総裁に替わってからのETF買入れに関するイメージは、アベノミクスと相乗効果を狙った継続的な金融緩和強化策として市場関係者に受け取られている。また、日銀側も買入オペレーションの継続性を意識的に強調しているようで、ETF買入開始当初は言われていた出口(EXIT)議論で具体的なものは、現在は殆ど目立ったものがない。しかし、ETF買入に関する出口

に、日銀はいつか必ず訪れる。

日銀によるETF買入額とリスク資産買入の拡大

| 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 |
|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------|
| 284 | 8,003 | 6,397 | 10,953 | 10,601 | 29,883 | 33,502 億円 |



※その後、2013年末残高ベースでTF2.1兆
円J-REIT1,300億円まで拡大

※日銀公表資料より作成

ETF買入れの実態とその効果

ETF買入れの実態について見直してみたいが、下図は日銀のETF買入れの月別金額と東証1部銘柄の売買に関して個人投資家と海外投資家分の月間買い越し・売り越し額をグラフ化したものだ。作年9月の日銀によるETF買入額が8,303億円となっているが、これは同月の東証1部銘柄に対する買付金額40兆54百億円の2%に相当し、同月の海外投資家による売り越し額1兆1,224億円の約74%に達している。

年ベースで見ると、一昨年は日銀がETFを3兆219億円買付けたのに対して、個人投資家4兆6,368億、海外投資家が5,215億円それぞれの売り越しとなっていて、日銀ETF買入れの影響の大きさが見とれる。なお、作年は日銀はETFを4兆2,407億円買い付けており、7月下旬の政策決定会合での買入額増額の影響がでているが、増額公表後毎月ベース上限で考えるなら5000億円の買入額ということになる。何れにせよ、この分の買入動向が注目されるが、2013年のアベノミックスの開始後、今までは各年における年間増加枠を達成していた。

なお、日銀の政策決定会議の度にこの金融緩和強化策の継続は見直されているので、どの様な変化あるかを見る為には、直後の公表文やETF買付オペレーションなどに注意しておく必要がある。

作年9月21日の政策決定会合において、その前の会合で決定されたETF買入枠拡大分2.7兆円(合計枠6兆円の内)はTOPIX連動型ETFとされた。

また、年間の買入枠が1兆円→3兆円→6兆円と拡大されてきたことから個別銘柄への影響も市場関係者には意識し始められている。企業規模の割に時価総額が大きい銘柄などは、ETFが買われれば現物株に対する買い需要(指数との裁定取引など)が出てくる可能性が高まり、その事が株価の下支えや引上げ要因となる可能性を指摘する市場アナリストの意見も出始めている。また、今後日銀においてETF残高が積み上がっていけば、ETF指数を構成する銘柄の内、日銀が大株主になる可能性を指摘するマスコミなどの記事も書かれている。例えば、現時点においても発行済み株式数の1割程度まで日銀が間接保有する銘柄として電子部品メーカーなど数銘柄が上げられているが、1年後にETFが6兆円残高が増加した場合、この様な

銘柄数が大幅に増加するといった予想が出されている。

一方、日々の取引に対する影響も出ており、日経平均で100円以上下落した場合にETF買付オペレーションが実施される可能性が高いとする市場関係者の見方や、ETF買付タイミングを事前に想定してETFを短期で売買する様な“日銀トレード”(本来は、日銀による国債買付を前提にした短期の国債売買手法の意味だった。)などの動きもあるが、結果として年間6兆円ETF残高が積み上がっていくイメージが、日本株市場の下支えとして日々意識されることが多くなっている。具体的な影響力については、今後の実証研究を待たなければ数値化しにくいですが、市場心理に影響を及ぼすこと自体が相場を大きな要因となっていることは否定できない。

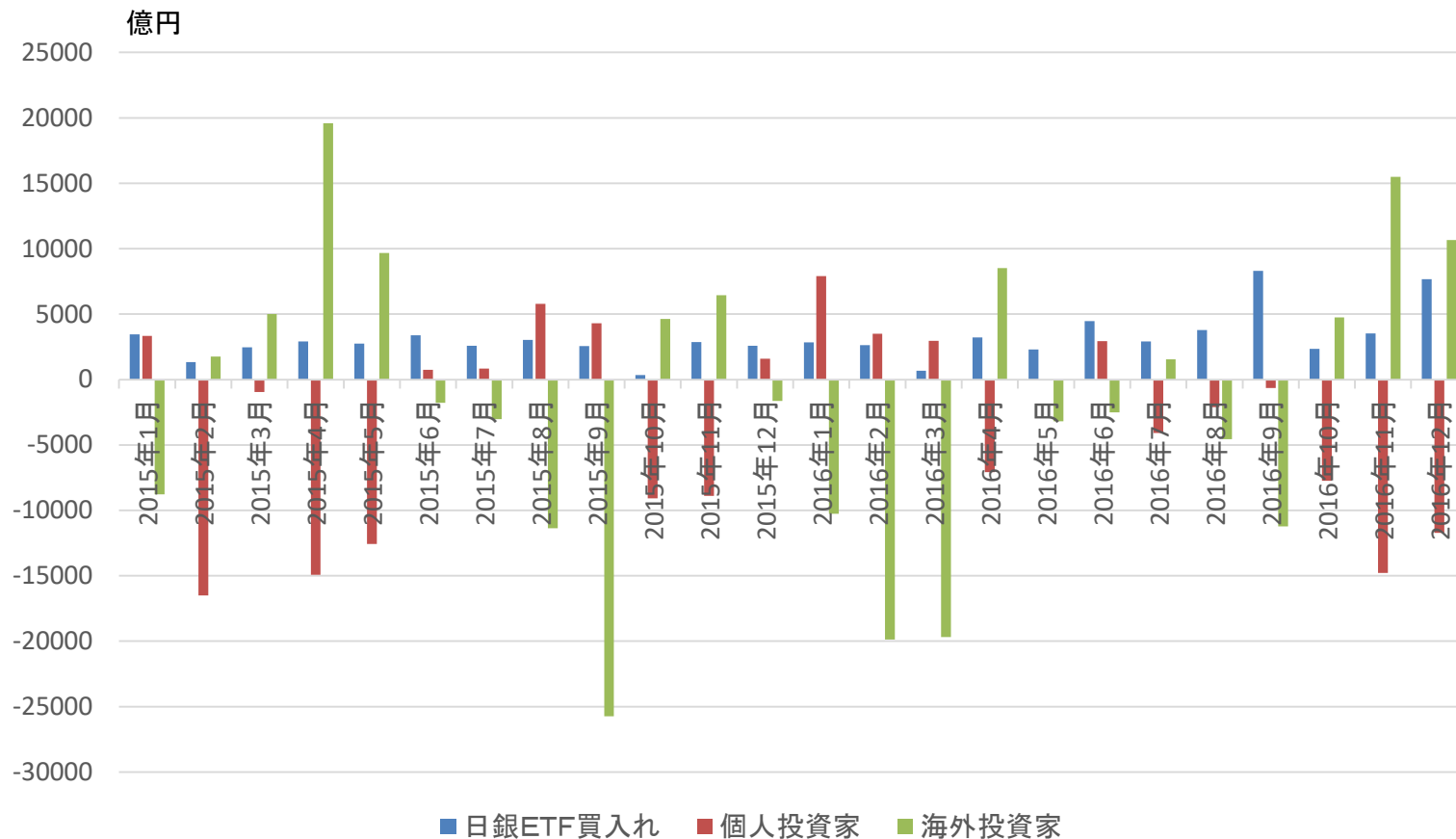
例えば、最近市場アナリストなどが指摘している事象で日銀によるETF買付政策は、市場の変動率を高めているのではないかとの見方がある。実際に日経平均ボラティリティ・インデックスの推移分析では、日銀の政策決定会合前に数値が上昇し、政策決定後は低下する傾向が明らかになっているが、これは市場参加者の日銀金融政策に

対する不安感の高まりを表しており、一部機関投資家などからは、日銀は米国のFRB(連邦準備制度)の様に市場との会話(金融政策に関する情報提供)を重視すべきとの意見も出始めている。

日銀の金融政策に関しては、ドル買い円売り介入など外国為替市場、国債買い入れなど金融市場に対しては各市場参加者も慣れているが、株式市場へのETFを利用したの直接介入は当初あまり馴染がなかったし、規模も市場の需給関係に大きな影響が出るほどではなかったが、年間6兆円や一日に700億円以上買い付けるオペレーションで、そのインパクトに対する市場参加者の理解も深まっているようだ。

株式市場への日銀の継続的介入(?)は確かに金融政策としては異例で他先進国にも前例がないが、市場参加者がそれを意識し始めることで、アベノミクスと相乗効果が出てくればデフレ脱却政策として有効かも知れない。

月間日銀ETF買入額と 東証1部個人・海外投資家売り越し・買い越し額



※日銀・東証統計資料より作成(株式は12月22日まで)

市場関係者が指摘する懸念

日銀のETF買入れに対して、デフレ脱却の為の異次元金融政策としての評価がある一方、市場原理や企業の経済活動を歪めるのではといった危惧を示す市場関係者もいる。7月下旬の政策決定会合で、6兆円に年間買入額を拡大した時、2名の委員がこの政策に反対したが、以下の様な理由を述べている。

- ・約6兆円の買入れは、市場の価格形成や日銀の財務健全性に及ぼす悪影響などを踏まえると過大
- ・財務健全性への影響のほか、株式市場のボラティリティを高める、株価を目標にしているとの 誤ったメッセージになる等

日銀のETF買入れに関する市場関係者の懸念を纏めると、次の様な事が上げられる。

【市場取引への悪影響の可能性】大量の日本株ETF買入れは、株式市場の需給関係に大きな影響を与えるが、

株価の安定感が増して日本株への投資選好を強めるポジティブな効果だけではなく、市場が下支えされることを前提に本来売られるべきものが売られず、出来高も減少して流動性の低下を招くのではないかと懸念がある。また、この様な流動性の低下が、将来の大幅な株価下落に繋がるのではないかと市場アナリストなどの論調も目立っている。なお、個別銘柄の価格形成への影響については、ETFの指数への影響が大きい大型値嵩株への取引集中の弊害が指摘されていたが、9月の政策決定会合において、ETFの買入れ対象でTOPIX連動型の買入れ比率(買入れ全体の42%→70%)を大きく増やしている。

【企業経営への悪影響の可能性】日銀による大量ETF買入れの日本企業への悪影響の懸念は、大きく分けると2つある。一つ目は、日本株の需給関係への影響が個別銘柄にも及び、経営環境悪化や事業戦略失敗などの影響で本来株価が下落すべきものが下がらず市場機能が働かないのではといったもの。二つ目は、このまま6兆円規模のETF買入れが今後も数年続いていけば、個別企業の株式に対して日銀による間接保有比率が2割を超える銘柄が増え、日本企業の日銀大株主化が進み、コーポレートガバナンス

に対して悪影響が出るのではないかとの懸念。

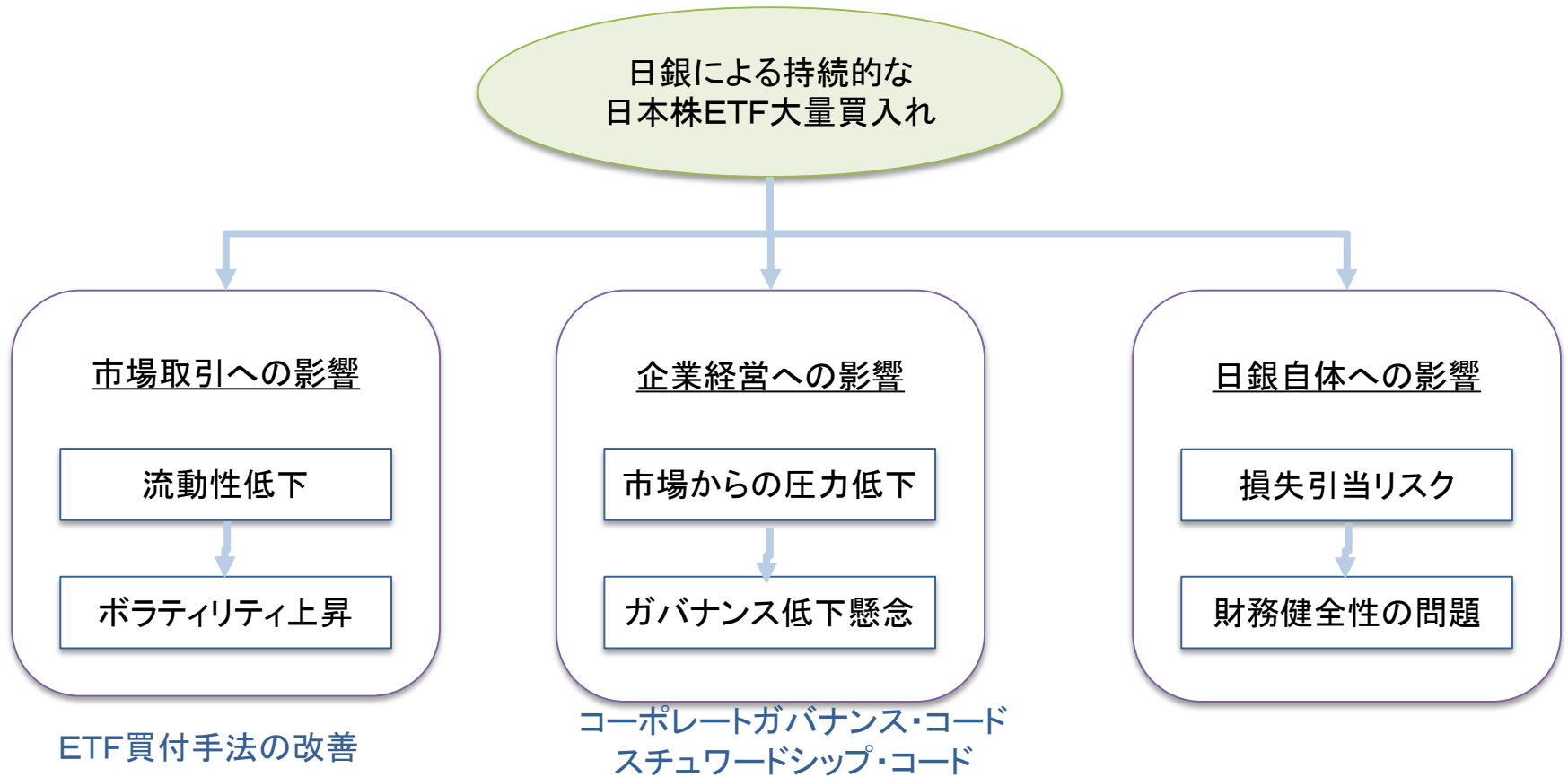
これらの懸念に対して、現在の日銀が対策を直接講じることは考えにくいですが、一方ではアベノミクスにおいて日本企業のコーポレートガバナンス・コード導入などのコーポレートガバナンス改革が進められており、またETF保有の日銀が個別企業の議決権を行使することはないものの、スチュワードシップ・コードを受け入れたETF運用会社による企業への適切な対応がなされれば、これらの懸念は払拭されるはずだ。

【日銀自体への悪影響の可能性】日銀のバランスシートにおける純資産は4兆円とされるが、6兆円規模で毎年増加していくETFもB/S上は移動平均法で資産として計上されていくことになり、ETFの含み益は計上されないものの、含み損は半年毎のP/Lに運用損失引当金として計上していくこととなる。今年9月末では、ETF簿価が約9.8兆円に対して時価が約11兆円と試算され、1.2兆円の評価益があるとされているが、この時点では、日銀が損失を計上する可能性がある日経平均株価が、15,000円水準との市場アナリストの指摘がある。今後、ETF残高が増加していけば、

損失計上の株価水準が上がったり、また損失額計上のブレが大きくなることが予想され、日銀の財務健全性上で問題となる可能性もある。

以上の様な懸念は、日銀の大量で持続的な日本株買い介入に対して、市場の経験値が積み上がっていないことが背景にあり、今後日銀によるETF買入れ方法が、市場の懸念等を反映して進化したり、金融政策以外の経済政策が重なっていけば、解消していくかも知れない。

日銀ETF大量買入れに対する懸念



敢えて考えるEXITについて

ETF買入れが金融政策である以上、目標とするデフレからの脱却の為、消費者物価の前年比上昇率2%の達成まで継続される可能性がある。少なくともその時までは、保有するETFの売却などのEXIT戦略を日銀が取ることはないと予想されている。しかし、日銀のETF買入れもいつかはEXITに達するはずで、その出口での市場の混乱を懸念する声も一部にはある。そのEXIT戦略について、現時点で敢えて考えてみた。

過去行われた公的資金(日銀や銀行等保有株式取得機構)による保有株式の処分は、市場売却・発行会社(個別企業)による自社株消却・売出しの方法が用いられたが、EXIT戦略でも想定されるのはこれらの手法だろう。

EXIT戦略で最も可能性が高そうなのは、ETFのまま市場で売却されることだが、重要なのは処分タイミングだろう。これを日銀自ら計るのか、投資助言業者や投資運業者に一任するのかについては、ETF買入れ時に信託銀行に買付オペレーションを委託していることを思えば、後者

の方が可能性が高く、金融業界での受託競争が想定される。個別株にしての市場売却も考えられるものの、こちらは売却や管理オペレーションが一層複雑になりそうなので可能性は小さいのではないだろうか。

次に、以下の様に投資家を選別した売却が考えられる。

【個人投資家を想定】個別株としての売却が中心になると想定されるが、これは企業側から見たメリットとして流動性の向上や個人株主作りなどの目的による売出しが考えられる。個人へのETF自体の売出しというのは、勧誘行為を行う証券会社にとって一般的ではないように思われるが、新たな個人投資家づくりとしてNISAや確定拠出年金制度での利用も可能かもしれない。但し、その場合は継続投資にあった仕組みの中で売り出していく新たな対応が必要だろう。

【機関投資家を想定】纏まった金額のETFを売却するのであれば、年金基金などの機関投資家や長期投資目的の海外投資家が受け皿として考えられるが、売出しや

ブロックトレード(個別の投資家を想定)などで行う方法が取られるだろう。また、個別株でのブロックトレードも考えられる。いずれも取引金額は大きくなりそうで、取引を仲介する証券会社にとってはビジネス上のメリットは大きそうだ。

【発行会社を想定】市場でのインパクトが最も小さいのは、個別株として発行会社の自己株取得に対応させることだが、この方法は銀行等保有株式取得機構の保有株式処分でも多用された。但し、この方法を用いるには発行会社向けの売却制度の公表が必要で、その制度浸透には時間がかかる。

【証券会社を想定】証券会社による裁定取引の中でETFを解消させることも考えられるが、市場インパクトをどうコントロールするかといった課題がありそうだ。この対策が取られなければ、日銀からETFを証券会社に売却するのは現実的ではないだろう。

以上の売却方法を幾つか組み合わせて実行していくの

が現実的に思えるが、日銀としてのETF売却プラン全体像を投資家や市場関係者に示す必要があり、そのプランを投資家や市場関係者が理解していくことも求められるだろう。いずれにせよ日銀保有ETFの売却は、市場に大きなインパクトを与えるので、投資家への配慮が必要だ。一方、証券会社や運用会社にとっては、大きな投資資金が動くことになり、ある意味ではビジネスチャンスとなることが予想される。従って、日銀に対して保有ETFのEXIT処分案での提案競争が起きることも考えられ、業界をあげて市場関係者による英知を集めたEXIT方法が新たに組み立てられていくことに期待したい。日銀の金融政策は、時として異次元緩和という言い方がされるが、異次元の政策には市場から新次元の解決策を生み出すことにも期待を重ねたい。

日銀保有ETFの想定される売却方法

| | 市場売却 | 売却先選別の売却 | | | |
|--------|-----------------------------------|------------------------------|----------------------|----------------|-----------|
| | | 個人投資家 | 機関投資家 | 発行会社 (個別企業) | 証券会社 |
| ETFのまま | 受託業者の選任しての売却の可能性が高い 重要なのはタイミング | NISAや確定拠出年金での個人投資家づくりに向けた売出し | 年金基金や海外長期投資家向けの売出しなど | ---- | 裁定取引の中で解消 |
| 個別株として | 売却・管理オペレーションが複雑になりそう | 個人株主作り・流動性向上の為の売出し | 海外投資向けのブロックレードなど | 自社株取得向け売却 | ---- |