

日本銀行によるETF買入れ動向 ～ETF貸付制度と出口議論の行方



2020年3月3日

株式会社資本市場研究所きずな

ETF買入れの現状と政策動向

日本銀行によるETF買入れが、日本市場を支えているのは多くの市場関係者の一致するところだろう。2019年、日本銀行は合計4兆2,820億円のETF等の買付を実施しているが、内訳については指数(TOPIX、日経225、JPX 日経400)に連動するETFが3兆3,472億円、設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するETFが2,940億円、J-REITが408億円となっている。実際の買入れについてみると、指数連動ETFは市場が大きく下落した時(3ケタの下落した場合との市場関係者の指摘が多い)、また設備投資・人材投資ETFについては毎日12億円ずつの買付けが続いており、J-REITは市場が大きく下げた場合や下落トレンドに入ったと見られる時に1日12億円の買付けが実施されている。

この政策は、金融政策決定会合においては「ETFおよびJ-REITについて、保有残高が、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買入れを行う。“その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを

適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。”」と公表されており、しばらく変更されていないが、“”部分は、2018年7月31日の公表部分から追加されている。なお、日本銀行による買入政策は以下の様に推移している。

【白川総裁】

・2010年10月29日: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買付け・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)

【黒田総裁】

・2013年4月4日: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

・2018年7月31日：＜強力な金融緩和継続のための枠組み強化＞により、ETFの銘柄別の買入額を見直し。設備投資・人材投資ETF3000億円を除く、ETF年間買入額5.7兆円の配分を、3指数(TOPIX、日経225、JPX日経400)に連動するETFを対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れる額、3兆円→1.5兆円、TOPIXに連動するETFを対象に、銘柄毎の時価総額に概ね比例するように買入れる額2.7兆円→4.2兆円。

・2019年4月25日：＜強力な金融緩和の継続に資する諸措置＞としてETF貸付制度の導入検討を表明。

・2019年12月19日：ETF貸付制度の導入(2020年1月より)を決定。

日本銀行によるETF等買付(年間)

(単位:億円)

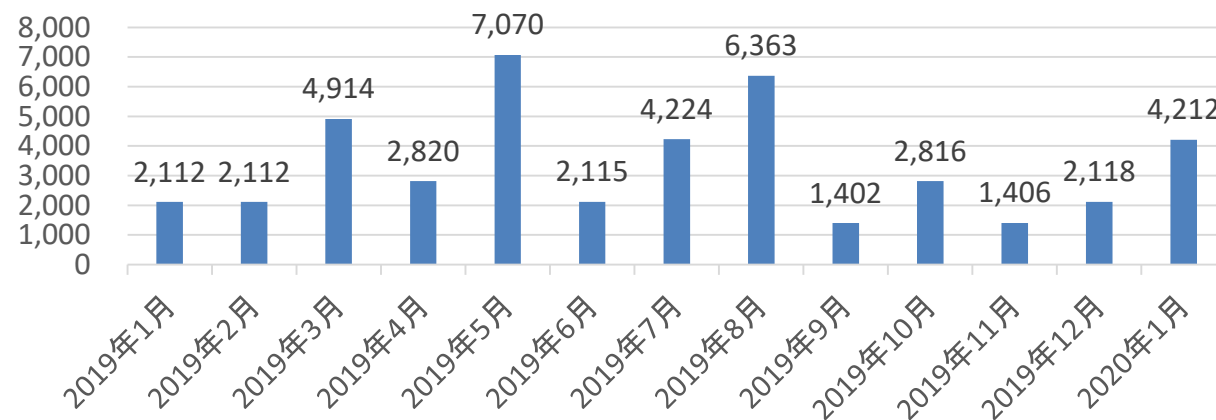
| | 指数連動ETF | 設備投資・人材投資ETF※ | J-REIT | ETF合計 | 買付合計 |
|-----------|---------|---------------|--------|--------|--------|
| 2019年の買入額 | 39,472 | 2,940 | 408 | 42,412 | 42,820 |
| 2018年の買入額 | 62,100 | 2,952 | 252 | 65,052 | 65,304 |
| 2017年の買入額 | 54,621 | 3,012 | 898 | 57,633 | 58,531 |
| 2016年の買入額 | 42,407 | 2,184 | 887 | 44,591 | 45,478 |

※(日銀オペレーション公表資料より作成)

※設備投資・人材投資ETFは、2016年4月4日より毎日12億円が買い付けられている。

日本銀行によるETF等買付(月間)

(単位:億円)



ETF貸付け制度について

昨年12月に公表された日本銀行によるETF貸付制度は次の様な内容となっている。

(1)貸付対象銘柄：保有ETF全銘柄のうち、日本銀行が適当と認めたものとする。

(2)貸付対象先：当預取引先のうち、ETF市場の主要参加者として日本銀行が選定した先とする。貸付対象先は、年1回の頻度で見直す。

(4)貸付期間：1年以内とする。契約上は、予め返済期限を設けず双方が随時返済を求め得る扱いとする。

(5)貸付利率：利率入札方式または固定利率方式により決定する。

(6)貸付日等：貸付日、貸付金額、貸付先等は、貸付けのつど決定する。実施頻度については、日次で、貸付対象先からの希望に応じて随時実施する。ただし、当初は、制度の習熟を図る観点から、一定の間隔を空けて実施する。

(7)担保：時価に掛目を乗じた金額の担保金を受託者に

差し入れさせる。担保金には、政策金利残高に適用される利率を付す。

また、本年1月24日には上記制度の貸付先対象について公募要項が公表されており、貸付先候補は次の基準を充たす必要がある。

【対象先としての役割】

- (1)ETF貸付けに積極的に応札すること
- (2)正確かつ迅速に事務を処理すること
- (3)金融政策遂行に有益な市場情報または分析を提供すること

【対象先としての必須基準】

- (1)日本銀行本店の当座預金取引先である金融機関、金融商品取引業者、証券金融会社または短資業者であること
- (2)日本銀行本店との当座勘定取引について日本銀行金融ネットワークシステムを利用していること。
- (3)株式等振替制度の加入者であること。
- (4)決済照合システム(証券保管振替機構)を利用して

いること。

(5) 公募開始日直前の決算期末において、自己資本比率等が「金融調節取引の対象先等に関する信用力要件」に定める要件(※自己資本比率など)を満たすこと、または、公募開始日直前の決算期末以降の増資等の事情により、自己資本比率等が当該要件を満たすようになったと確認できること。

(6) 実質的に前号の要件を満たしていないとみられる事情、その他信用力が十分でないと認められる特段の事情がないこと。

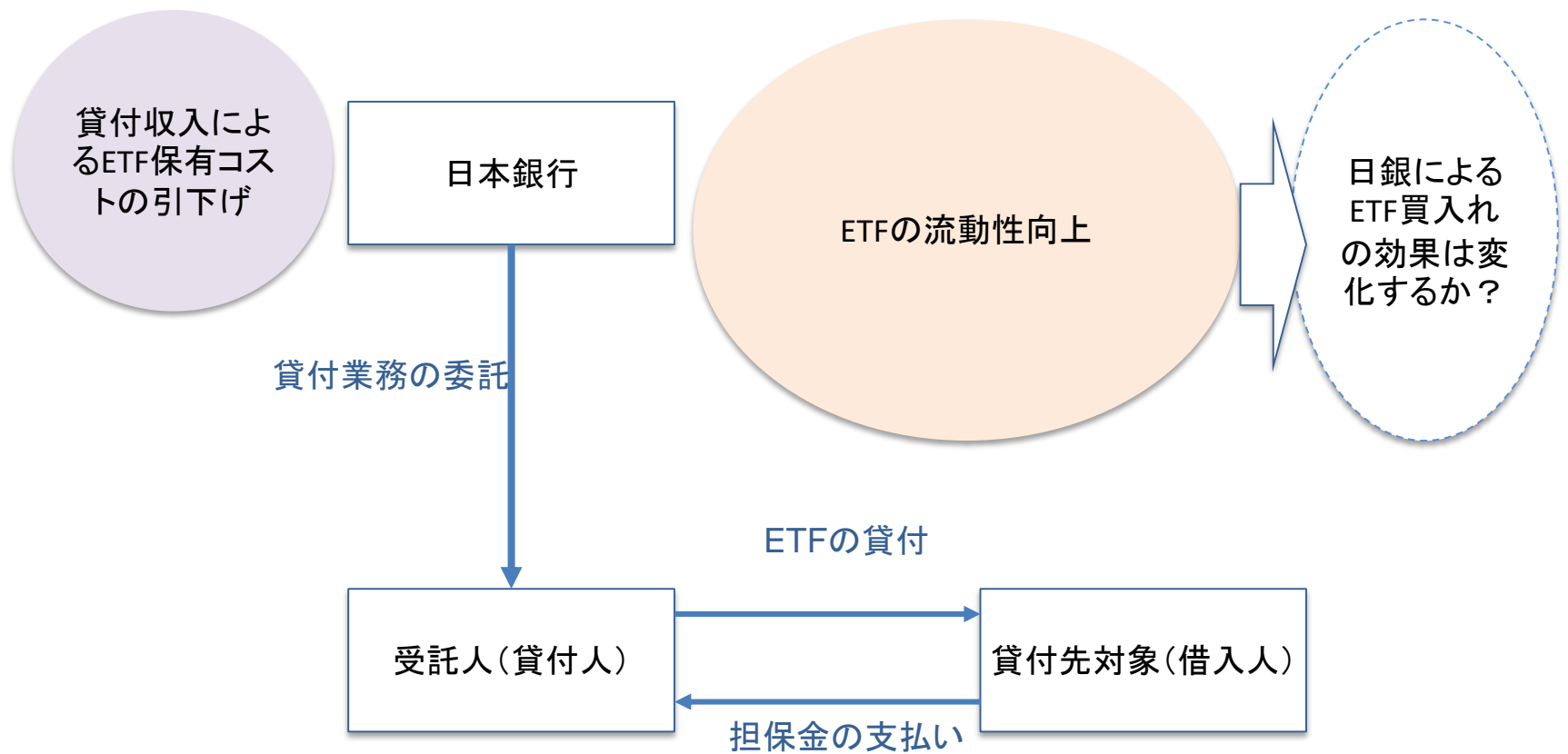
上記の申込みに際しては、日本銀行に対して昨年1年間の日本株や指数連動型ETFの貸付先数や昨年月次ベース借入残高及び貸付残高を報告する必要があるが、日本銀行はこれを点数化して20社までを選定する。この貸付先候補は3月中旬までに選定されてETF貸付制度がスタートする予定となっている。

このETF貸付制度は、直接的にはETFの流動性を増すということだろうが、今までは市場の下落局面において日本銀行のETF買付けが下支えになっているよう局面が

多かった。しかし、貸付制度が十分に機能していくのであれば、日本銀行のETF需要に対して纏まった数量のETFを供給する借手がいることになるので下支え効果は変わっていく可能性がある。勿論、今までもETFの借入れ可能だったが、市場関係者によると纏まった数量の指数連動型ETFの貸出しが難しかったり、設定・交換停止期間がある為、適時に顧客ニーズに応える為には在庫が必要だったと指摘されている。(日本銀行「ETF市場関係者との意見交換会」議事要旨より。2019年10月17日)

また、日本銀行が保有する指数連動型ETFの保有コストを下げる意味もあるのではないかと考える。現在、指数連動型ETFでは、日経平均株価に連動するものが年率0.1～0.2%程度、TOPIXに連動するものが年率0.1%前後の信託報酬を運用会社に支払っており、年間で300億円以上のETF保有コストが掛かっていると推計される。これに対してETF貸付利率による収入が見込まれ、全体として日本銀行によるETF保有コストを引き下げることになると予想される。

ETF貸付制度のイメージ



ETF買入れの影響に関する論点について

本年1月末で日本銀行のETF保有残高は32.2兆円(時価ベース)に達したと推計されるが、これは東証第1部の時価総額637.3兆円の5.1%となっている。また、J-REITでは66百億円を超えており、これもJ-REIT全体の時価総額16.4兆円の4.0%となっている。

中央銀行のリスク資産買入れについては米FRB(連邦準備制度理事会)やECB(欧州中央銀行)も行っているが、株式市場からETFを直接購入するのは日本銀行だけなので、その影響について多くの研究や議論がなされてきたが、大きく纏めると次の3点になる。

【市場取引への影響】

ETF買入れは、市場取引に対して大きな影響を及ぼしていることは否定しがたい。例えば、1月30日の日本銀行による買入金額は702億円だが、これは東証第1部売買金額の2.8%に相当する。また、市場がどの位下落すると買入れが実施されるかについては、0.5%の下落で50%以上、1%以上では100%近いとの研究もある一方、買入額100

億円あたりの市場への影響を研究したものもある。下右グラフは、年間ベースで買入額と個人及び海外投資家の売買差引のネット投資額を示したものだが、過去5年間は、個人若しくは海外投資家あるいは両者の売り越し額を日本銀行がETFで吸収した形になっている。なお、市場の流動性の問題に関しては、新たに始まったETF貸付制度によりETFそのものの流動性は改善する可能性は高いが、指数を構成する個別銘柄では実質的な流通株式の減少といった問題が残っているのではないかと考える。流通株式の減少は、日々の値動きが大きくなる可能性があるが、これは市場区分の議論においてプライム市場(現状の東証第1部に相当)で流通時価総額が重視されており、今後新たな指数が検討される中、日本銀行のETF購入の対象となる市場連動指数に関しても、今後検討されていくのではないと思われる。

【企業ガバナンス等への影響】

今後ETFの買付けが年6兆円ベースで進んでいくと、日本銀行が間接保有で実質的筆頭株主になるような上場企業が増える、あるいは10%を超える企業が100社を超えていくといった報道が時折され、日本銀行の“大株主化”が

上場企業にとって市場からの圧力低下によりコーポレートガバナンスに悪影響を及ぼすのではとの懸念が示されることがある。これは、ETF保有により間接的な大株主となった日本銀行に対して、嘗ての“安定株主”のイメージを重ねていると思われる。しかし、これに関しては黒田総裁も国会や記者会見で答弁しているように、ETF運用会社がステワードシップ・コードを遵守することで問題はないし、上場企業側もコーポレートガバナンス・コードの対応を強化しているため、株主との会話を進めながら企業価値の向上を目指すスタンスには変わりはないだろう。

【日銀自体への影響】

上場株式で構成されるETFは、日本銀行が保有する他の資産に比べて変動が大きいが、このこと日本銀行自体のバランスシートに悪影響を与えるのではないかと懸念する声がある。直近のバランスシート(1月20日現在の営業毎旬報告)では、28.3兆円(簿価)のETFを保有しているが、国債は481.8兆円、貸付金が48.6兆円、外国為替が6.7兆円などで資産全体は573.6兆円となっている。ETFの含み益(5兆円程度か)は計上されないが、市場の下落により含み損が発生した場合、半年毎のP/Lに運用損失引当金として

計上していくとされている。なお、簿価と時価及び含み損益については、年1度の業務概況書からその推移を下左表に示した。

日本銀行のオペレーションだけで日本経済が良くなる訳ではないが、それに政策がリンクしていくことで、懸念や不安が解消されていくのが現状の市場関係者の期待ではないだろうか。

日銀保有ETFの時価と市場に占める割合

(単位:億円)

| | 価額 | 時価 | 評価損益 | 東証第一部時価総額に占める割合 |
|----------|---------|---------|--------|-----------------|
| 2015年3月末 | 45,720 | 69,637 | 23,916 | 1.3% |
| 2016年3月末 | 75,676 | 87,660 | 11,984 | 1.7% |
| 2017年3月末 | 131,611 | 159,303 | 27,692 | 2.8% |
| 2018年3月末 | 193,384 | 244,845 | 51,460 | 3.8% |
| 2019年3月末 | 250,011 | 289,136 | 39,124 | 4.8% |

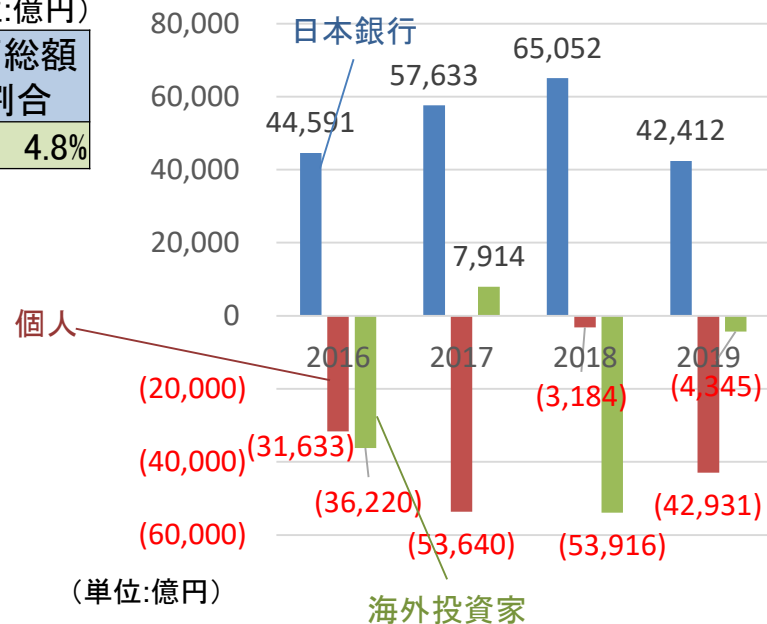
日銀保有J-REITの時価と市場に占める割合

(単位:億円)

| | 価額 | 時価 | 評価損益 | J-REIT時価総額に占める割合 |
|----------|-------|-------|-------|------------------|
| 2019年3月末 | 5,121 | 6,256 | 1,134 | 4.8% |

(日銀業務概況より作成)

東証第1部売買とETF買入れ



敢えて考える出口戦略について

前例なき規模と方法での株式市場への介入ともいえるETF買入政策は、市場での効果がある分、出口戦略への関心が一層高まることは否定できない。黒田総裁は、ETFの出口戦略に関しては物価指数2%の目標達成までは検討しないとしているが、2019年の消費者物価指数は前年比0.5%上場に留まっている現状では、黒田総裁の任期満了である2023年4月までの目標達成が疑問視されている。現状の物価指数水準であれば、ETF出口戦略は暫く議論されないのかと言えば、今回導入されるETF貸付制度はある種の出口戦略への予兆にあたる可能性もあるのではないかと考える。勿論、日本銀行の目的は、あくまでもETFの流動性向上だが、現時点での出口戦略に関して、次の様な可能性を考えてみた。

【出口戦略の予兆】

ETF買入れを外為市場への為替介入と同様に考えた場合、介入効果を明確にするために基本的にはドルを売るか買うしかない。口先介入というのもあるが、売買を前提にしたものだ。これに対して、買い入れたETFを貸し付ける

というのは需給調整の目的とは異なるので、ある意味では出口の予兆といったことも期待される。また、日本銀行が出口戦略を検討していることが表明されればそれ自体出口への予兆になると思われるが、それ以前にETF買入金額を徐々に減らしていくこと(テーパリング)が考えられる。その意味では、今年3月末の日本銀行によるETF保有残高が簿価ベースで前期末より6兆円前後増加しているかどうか注目され、また買入れ額減少が確認され時の日本銀行のコメントが材料視されるだろう。

【誰に売却するか】

市場で日本銀行が直接売却ということは現時点では考えにくいだろう。纏まった金額を取扱うということでは、年金積立金管理運用独立機構(GPIF)が考えやすいが、他にも内外の年金基金などの長期投資家が受け皿となることが好ましいだろう。また、個人の長期投資ということではつみたてNISAやiDeCoなどが考えられるが、一人一人の金額が小さいので実際の受け皿としての機能を発揮するためには運用会社や取扱い金融機関などの工夫が必要だろう。

以上は、ETFの状況での売却だが、一旦個別株式に

戻して、上場企業の自社株取得に応じても良いのではと考える。上場企業が設定する自社株取得枠は2018年度7兆円程度、2019年度には10兆円に迫るまで拡大している（2019年における東証第1部での事業法人は3兆7,316億円買い越した）。また、個別株であれば流動性を向上させたい企業が個人向けに売り出したり、海外投資家向けにブロックトレードで売却していくことなども考えられる。

【売却スキーム】

日本銀行が上記の買い手に対して直接売却していくようなことは必要なオペレーションから想定すると考えにくいケースもある。日本銀行のバランスシートからの切り離しを優先するのであれば、取得機構を別途設立して行う方法が考えられる。先例としては、2002年に設立された銀行等保有株式取得機構があるが別途立法措置が必要になってくるので、行政府とのスキーム調整が必要になるだろう。実現が比較的容易な方法としては、売却先が決定しているのであればそれを証券会社や投資銀行・運用会社などに受託させて実務的なオペレーションを委ねる方法が現実的ではないかと考える。いずれのスキームにしても、今回のETF貸付制度での受託者（証券会社や金融機関など）

からの貸付けに関する報告や日本株全体の貸付けやその分析情報を日本銀行は求めており、出口戦略の検討にも利用されると考えられる。

残高が30兆円（時価ベース）を超えた日銀保有ETFの出口戦略については、市場関係者の関心が非常に高いが、出口議論に関しては概ね上記の様な論点であり、また実際には上記の各要素が複合的に組み合わせられていく可能性が高いと思われる。その決定は、金融政策如くは政策によるところとなるだろうが、証券会社や投資銀行などは、市場インパクトを抑える売買手段などで知恵を競いあうことが期待されている。

ETF出口戦略のイメージ

