

# 金融経済 ニュースの着眼点

株式会社大和総研  
金融調査部 主任研究員

長内 智



## 第27回 日本銀行のETF購入方針変更の注目点

日本の株式市場では、日本銀行のETF（上場投資信託）買い入れ政策の影響がよく注目されます。2021年3月には、日本銀行がETFの購入方針を見直すことを発表したことを受け、その株価への影響が市場関係者の間で話題となりました。今回は、日本銀行のETF買い入れ政策の経緯を振り返り、その効果と副作用を確認した上で、今後押さえておくべきポイントを整理します。

### ① 2010年末に始まったETF買い入れ～日本株の最大株主に浮上

日本銀行のETF買い入れ政策は、白川方明総裁（当時）の下で2010年10月5日に導入した「包括的な金融緩和政策」の措置の一環として始まりました。具体的には、金融緩和効果を一層強化するために、国債やCP（コマーシャル・ペーパー）、社債、ETF、J-REIT（不動産投資信託）など多様な金融資産を買い入れる「資産買い入れ等の基金」が創設されたのです。最初のETF買い入れは同年12月15日に実施され、それから約10年半が経過しています。

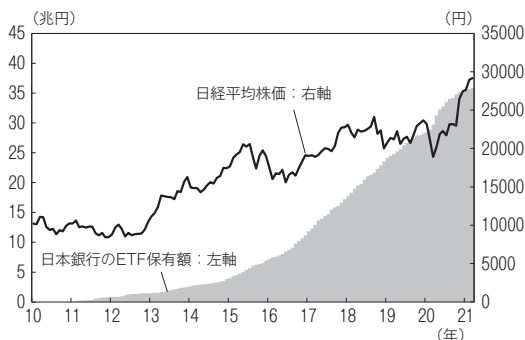
ETFは日経平均株価やTOPIX（東証株価指数）などの指数に基準価格が連動する金融商品であり、株式市場の需給面からみると、日本銀行のETF買い入れは個別企業の株価と株価指数に対してプラス方向に作用します。また、株価指

数が日本銀行の簿価の水準よりも大幅に下落することになれば、日本銀行は巨額の損失を被り、その結果、国民負担が生じる可能性もあります。このように、中央銀行である日本銀行が株式市場の価格形成に影響を及ぼし、かつ損失リスクもある大規模な「ETF買い入れ政策」は、世界的にも歴史的にも極めて異例の金融政策でした。

ETFの購入規模は2011年3月の東日本大震災を受けて拡大され、その後も拡大傾向が続ききました。さらに、黒田東彦総裁の下で2013年4月4日に打ち出された「量的・質的金融緩和」以降、買い入れペースが一段と加速することとなります。2020年に入ると、新型コロナウイルス感染症の流行を背景に株価指数が急落し、国内景気の急激な悪化が見込まれる中、日本銀行はETFの購入規模を大幅に拡大させました。

現在、日本銀行はETFを通じて間接的に日本企業の株式を大量に保有しており、その額（簿価ベース）は2021年3月末時点で約36兆円に達します【図表】。また、時価ベースでは、すでに公的年金を運用するGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の保有額を上回っているとされ、事実上、日本銀行は国内株式市場において最大の株主となっています。

【図表】日本銀行のETF保有額（簿価ベース）と日経平均株価（月末）



出所：日本銀行、日本経済新聞社より大和総研作成

### ② ETF買い入れ政策の効果と副作用～将来の正常化は「いばらの道」

日本銀行のETF買い入れ政策の効果を考え



るために、その波及経路について簡単に整理しておきましょう。

まず、ETFは投資信託の一種であり、日本銀行が個別企業の株式を買い付けることはないため、直接的に株価を押し上げる効果はありません。ただし、一般に、日本銀行のETF買いによりETFの基準価格が上昇すると、相対的に割安となったETFを構成する企業の現物株とETFとの間で裁定取引（この場合は現物株買い）が行われます。その結果、個別企業の株価と株価指数も値上がりすることになるのです。

こうした裁定メカニズムを通じて、日本銀行のETF買い入れ政策は、株式市場の下支え役として機能してきました。とりわけ、金融市場が動揺して景気への悪影響が懸念される時期には、市場の動揺を緩和するという面で一定の効果を発揮してきたと評価されています。

ただし、この政策の副作用を不安視する意見も少なくありません。例えば、日本銀行が日経平均株価に連動するETFを大量に買い入れることにより、日経平均株価採用銘柄のうち構成ウエートの大きい値がさ株の株価が過大に評価されるようになったという指摘が挙げられます。つまり、日本銀行が「官製相場」のような状況を作り出し、一部銘柄を中心に株価がゆがめられているというわけです。

また、日本銀行が事実上の「物言わぬ大株主」となる中、株主による企業の経営監視が弱体化しかねないとの懸念もあります。さらに将来を見据えると、日本銀行の金融資産からETF保有額を減らしていく正常化の過程は、株価下落など金融市場の混乱を招くリスクもはらんでおり、日本銀行にとって「いばらの道」になるとの声

も聞かれます。

### ③ ステルス・テーパリング局面へ ～売却でなく買い入れ額の縮小

日本銀行は、日経平均株価が約30年ぶりの高値圏で推移し、ETF買い入れ政策の副作用も指摘される中、2021年3月にETF購入方針を見直しました。その主なポイントは以下の2点です。

第一に、4月以降はTOPIXに連動するETFのみを購入し、それまで購入してきた日経平均株価とJPX日経400に連動するETFは購入対象から除外されます。この背景には、構成銘柄数の多い株価指数を買い入れ対象とすることにより、一部銘柄において指摘されてきた価格形成のゆがみを緩和しようという意図があると考えられます。

第二に、ETFを年間約6兆円のペースで買い入れるという新型コロナ禍前からの方針を削除しました。これにより、株価指数が上昇していく局面では、事前にアナウンスすることなく購入ペースを減速させることが可能となります。このようにひそかに買い入れ額を縮小していくことを「ステルス・テーパリング」といいます。

ここで注意しておきたいのは、日本銀行は、あくまでもETFの買い入れ額を縮小させるだけで売却はしないということです。今回の見直しで株価に下落圧力が生じるとの懸念も聞かれますが、実際には日本銀行のETF買いは今後も続き、それに伴う株価下支え効果も期待されます。

今後も日本銀行のETF買い入れ政策の動向については、株式相場の先行きを見通す上で、市場関係者の関心の高い状況が続くとみられます。

P

**おさない さとし** 2006年早稲田大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学、大和総研入社（金融資本市場担当）。2008～10年大和証券に外向（海外市場担当）、2010年大和総研に帰任（新興国、日本経済担当）。2012～14年内閣府参事官補佐として経済財政白書、月例経済報告などを担当。2014年大和総研に帰任（日本経済担当）、2018年より現職（金融資本市場担当）。CFP®認定者。執筆書籍：『デジタル化する世界と金融—北欧のIT政策とポストコロナの日本への教訓』金融財政事情研究会、2020年、共著。『トランプ政権で日本経済はこうなる』日本経済新聞出版社、2016年、共著。『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』KADOKAWA、2015年、共著。