

2025 年 9 月 22 日 全 5 頁

日本銀行が ETF・J-REIT の市場売却を決定

100 年以上かけた超長期売却計画には備えが必要

政策調査部

研究員

中村 文香

[要約]

- 日本銀行（日銀）は、2025 年 9 月 19 日の金融政策決定会合で、日銀が保有する ETF・J-REIT の市場売却を行うことを全員一致で決定した。日銀が保有する ETF・J-REIT の残高が、それぞれ簿価で 37 兆 1,861 億円、6,550 億円であることを考えると、売却完了までに 100 年以上要すると見込まれ、日銀が非常にゆっくりとしたペースでの売却を企図していることがわかる。
- 「金融機関から買入れた株式」の残高は、ピーク時（2004 年 9 月）でも簿価で約 2 兆円と、現在の ETF の残高と比較すると規模が小さく、また、金融危機時、株価が非常に低いタイミングで買い入れたため、損失が生じにくく、売却は相対的に容易だったと思われる。
- 計画通りに進めた場合でも売却完了までに 100 年以上の時間が必要となることに加えて、金融市場が不安定化した場合には、日銀は売却ペースを鈍化させられるため、さらに期間は長期化するだろう。それだけの時間がかかると、資産価値の変化が起こることは避けられない。たとえ日銀の収益が悪化し、赤字または万が一債務超過に陥ったとしても、金融政策の運営力に支障は生じないと思われるが、国庫納付金の減少などを通じて国民負担が増加する可能性は否定できない。ETF の価格変化に対して事前に引当金を積み、特別損失の計上額を抑えるのが望ましいのではないかと。市場への影響を最小限に抑えつつ、かつ損失を極力回避しながら、これほどの規模の資産を売却することは容易ではないと思われる。超長期戦に挑むにあたって、万全な備えが求められるよう。

日本銀行（日銀）は、2025 年 9 月 19 日の金融政策決定会合で、日銀が保有する ETF・J-REIT の市場売却を行うことを全員一致で決定した。ETF 等の処分に関する 3 つの基本方針（図表 1）を踏まえ、「金融機関から買入れた株式」の売却と同程度の規模で、売却を行う見込みだ。

図表 1 ETF 等の処分に関する 3 つの基本方針

- ①ETF等の市場の情勢を勘案し、適正な対価による
- ②日銀の損失発生を極力回避する
- ③ETF等の市場に攪乱的な影響を与えることを極力回避する

（出所）日本銀行「当面の金融政策運営について」別紙「ETFおよびJ-REITの処分について」（2025 年 9 月 19 日）より大和総研作成

年間の売却ペースは、ETF が簿価で 3,300 億円程度（時価で 6,200 億円程度、市場全体の売買代金に占める売却割合で 0.05%程度）、J-REIT が簿価で 50 億円程度（時価で 55 億円程度、市場全体の売買代金に占める売却割合で 0.05%程度）とされている（図表 2）。これは、日銀が保有する ETF・J-REIT の残高が、それぞれ簿価で 37 兆 1,861 億円、6,550 億円（2025 年 8 月末時点）であることを考えると、売却完了までに 100 年以上要すると見込まれ¹、日銀が非常にゆっくりしたペースでの売却を企図していることがわかる。仮に市場全体の売買代金に連動して売却額が変わるとしても、金融市場への影響は限定的だろう。

図表 2 ETF 等の市場売却規模

	株式（実績）	ETF	J-REIT
年間の売却ペース* 簿価 (時価)	1,500億円程度 (6,200億円程度)	3,300億円程度 (6,200億円程度)	50億円程度 (55億円程度)
市場全体の売買代金に占める売却割合	0.05%程度	0.05%程度	0.05%程度

（出所）日本銀行「ETF等の処分に関する決定（2025 年 9 月金融政策決定会合）」（2025 年 9 月 19 日）

「金融機関から買入れた株式」とは、日銀が、金融危機（2002 年 11 月から 2004 年 9 月までと、2009 年 2 月から 2010 年 4 月までの 2 度）の際、買入れていた株式を指す。株式は、2007 年 10 月から売却が開始されたものの、2008 年 10 月にリーマン・ショックを契機とする金融市場の不安定化により日銀は売却を凍結し、2016 年 4 月から売却が再開され、今年 7 月に完了した。

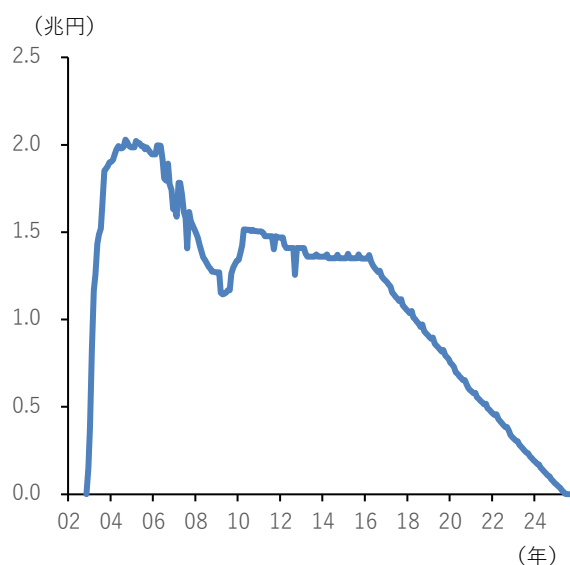
株式処分の際には基本方針が定められており、①平成 28 年 3 月末において保有する株式は、

¹ 単純計算で、ETF を毎年簿価で 3,300 億円程度ずつ売却すると 113 年、J-REIT を毎年簿価で 50 億円程度ずつ売却すると 131 年かかる。

平成 38 年 3 月末 までに、株式市場の情勢を勘案し、適正な対価で処分する、②本行の損失発生を極力回避する、③処分時期の分散に配慮すること等により、本行の株式処分により株式市場に与える影響を極力回避する、とされていた。その他にも、保有する全ての銘柄につき、概ね均等のペースで行う、毎営業日における銘柄毎の売却株数に上限をつける、株価指数が著しく下落した場合には、売却を一時停止するなど、金融市場への影響を極力抑えるためのルールを設けた。

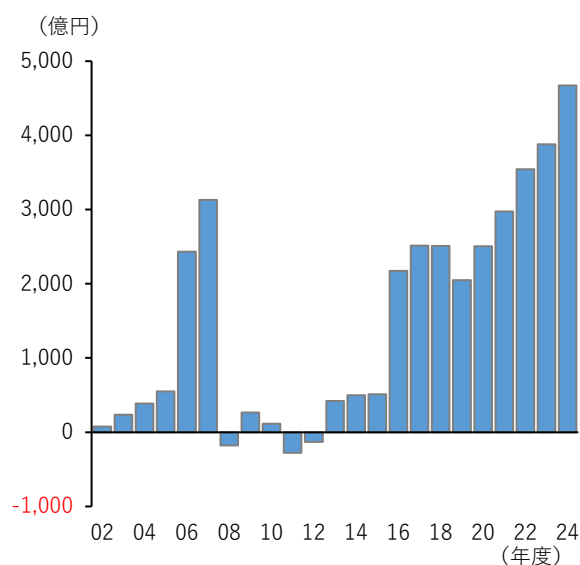
図表 3 は日銀が保有する株式の保有残高の推移を示している。株式の残高は、ピーク時(2004 年 9 月)でも簿価で約 2 兆円と、現在の ETF の残高と比較すると非常に小さい。2016 年 4 月に売却が再開されてからは、コンスタントに残高が減ってきたことがみてとれる。分配金・減損・売却損益を合計した実現損益については、一時期を除いてプラスで推移し、全体を通してみると累計で約 3.5 兆円の黒字となった(図表 4)。

図表 3 株式の保有残高の推移



(出所) 日本銀行より大和総研作成

図表 4 株式の実現損益の推移



(出所) 日本銀行より大和総研作成

これまで行ってきた株式の売却と、今後実施される ETF 売却の大きな違いは、①ETF は圧倒的に残高が多いこと、②株式は金融危機時、株価が非常に低いタイミングでのみ買い入れたのに対し、ETF はかならずしもそうではないこと、の二点である。

図表 5 は日銀が保有する ETF の簿価と時価の試算である。赤線で示した時価は、株価上昇を反映して直近では 84 兆円程度になっていると思われる。ただ、時価が簿価を割り込んだ局面もあった。新型コロナウイルス感染症拡大の影響により株価が急落した 2020 年 3 月 16 日の時価と簿価の差が約 3 兆円だったと考えられる。2020 年 3 月末の日銀の決算日にはぎりぎり時価が簿価を上回っていたが、わずかにタイミングが違えば評価損を計上していた可能性が高い。株式・ETF・J-REIT 等に対しては、含み損が発生した後に積み立てる引当金の仕組みが存在し、

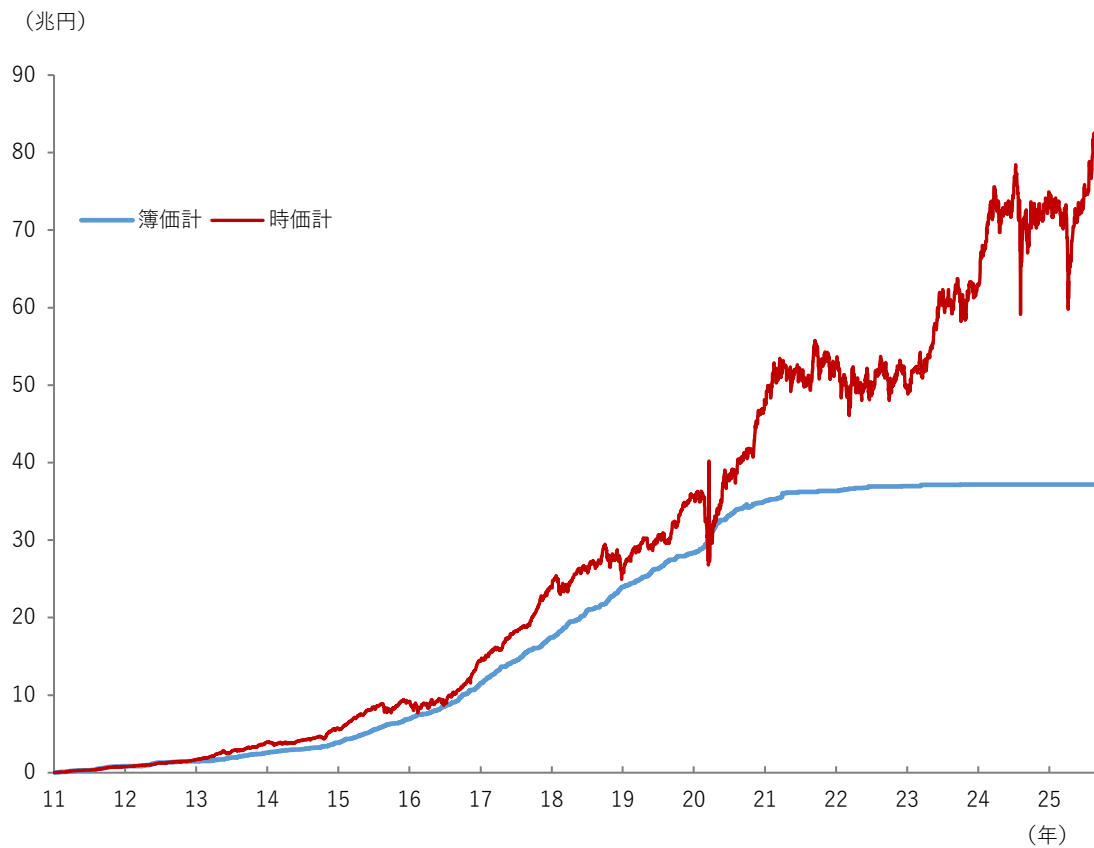
期末時点の時価が帳簿価額を下回って評価損が発生した場合に、その評価損の全額を引当金として計上する。翌年度に時価が回復し、評価益が生じた場合には、当該引当金は取り崩される。債券取引損失引当金のような²、将来起こりうる損失に備えて事前に積み立てる引当金の仕組みが存在しないため、評価損発生・分配金減少が生じた際に、その他の収益で相殺できなければ、経常赤字となると考えられる。

先述の通り、計画通りであれば売却完了までに 100 年以上の時間が必要となる。加えて、金融市場が不安定化した場合には、日銀は売却ペースを鈍化させられると思われるため、さらに期間は長期化するだろう。それだけの時間がかかると、株価の変化だけでなく、構成銘柄の変化なども相まって、資産価値の変化が起こることは避けられない。現在の仕組みでは、売却益が出た場合には、大部分が国庫に納付され、売却損が出た場合には、特別損失として計上される。たとえ日銀の収益が悪化し、赤字または万が一債務超過に陥ったとしても、金融政策の運営力に支障は生じないと思われるが、国庫納付金の減少などを通じて国民負担が増加する可能性は否定できない。国庫納付金の振幅を平準化することは、政府が財政運営の見通しを立てる上でも役に立つはずだ。ETF の価格変化に対して事前に引当金を積み立てる仕組みを新たに作り、特別損失の計上額を抑えるのが望ましいのではないか。幸い、ETF の分配金は 2024 年度には 1.4 兆円に達しており、引当金の原資とする余地があるだろう。

市場への影響を最小限に抑えつつ、かつ損失を極力回避しながら、これほどの規模の資産を売却することは容易ではないと思われる。超長期戦に挑むにあたって、万全な備えが求められよう。

² 詳しくは以下を参照。大和総研レポート 中村文香、「ETF の損失への備えが不十分な日銀の引当 ―2020 年度日銀決算にみる日銀の出口に向けた論点」(2021 年 6 月 30 日、https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20210630_022370.html)

図表 5 日銀が保有する ETF の簿価と時価の試算



(注 1) 簿価は日次のオペレーション結果を積み上げた値。

(注 2) 時価は日経平均株価と TOPIX の動きに連動するとして試算。

(出所) 日本銀行、日本経済新聞社、東京証券取引所より大和総研作成