

市川レポート (No.588)

## 10月のETF購入実績にみる日銀の政策方針

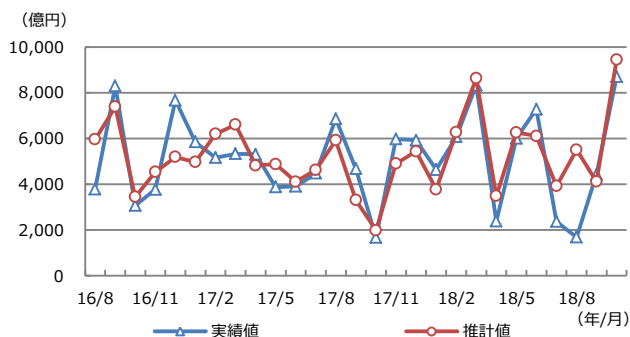
- 9月のレポートでは日銀の新方針はETF購入減額を意識しつつも株急落時は即購入すると推論。
- 日銀は8月の買入れで減額を意識した可能性、ただ9月は明確な減額の意味は見受けられず。
- 10月の株価急落時、日銀は即座に買入れ実施、よって9月の推論はある程度妥当性があろう。

### 9月のレポートでは日銀の新方針はETF購入減額を意識しつつも株急落時は即購入すると推論

日銀は7月の金融政策決定会合で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定し、ETFおよびJ-REITの買入れ額について、「上下に変動しうる」という新たな方針を示しました。この新たな方針については、9月12日付レポート「ETFステルス・テーパリングの議論について」と、10月15日付レポート「日銀のETF購入～最近の動き」で解説しました。

そこでの推論は次の2点です。すなわち、①ETF買入れ額の「隠れた段階的縮小（ステルス・テーパリング）」は、すでに開始されたとも、まだ開始されていないとも言い切れない、②少なくとも日銀は、株式市場が堅調地合いにある間は減額を意識しつつ、株価急落時には即座に買入れるというオペレーションを念頭に置くようになった、というものでした。

【図表1：ETFの買入れ実績値と推計値】



(注) データは2016年8月から2018年10月。買入れ実績のETFは、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ためのETFを含む。推計値の算出に使用したモデルは、10月15日付レポート「日銀のETF購入～最近の動き」、9月3日付レポート「モデルによる日銀ETF購入額の推計」で解説したモデル。

(出所) Bloomberg L.P.のデータを基にEviewsを用いて三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：TOPIXの騰落率とETF買入れの有無】

順位	買入れ実施日の下落率 (下落率の小さい順)		買入れ見送りの下落率 (下落率の大きい順)	
	月日	下落率 (%)	月日	下落率 (%)
1	10月29日	-0.27	10月18日	-0.24
2	10月10日	-0.28	10月3日	-0.17
3	10月24日	-0.40	10月26日	-0.16
4	10月22日	-0.49	-	-
5	10月5日	-0.51	-	-

(注) データは2018年10月1日から10月31日。下落率はTOPIXについて、前日終値から当日前場終値までの下落率を計算したもの。ETFは、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ためのETFは含まず。

(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

## 日銀は8月の買い入れで減額を意識した可能性、ただ9月は明確な減額の見受けられず

日銀のETF買い入れに関するこの推論を検証するため、8月から10月までのETF買い入れに関するデータを月毎に確認します。まず、8月の月間買い入れ総額は約1,682億円でした。これはETF保有残高の増加ペースが年間約6兆円となった2016年8月以降、2番目に少ない金額です。10月15日付レポートのモデルで推計した適正買い入れ額は約5,510億円でしたので、日銀は8月に減額を意識した可能性が高いと考えられます。

次に、9月の月間買い入れ総額は約4,434億円でした。モデルによる推計値は約4,113億円と、8月のような実績値との大きな乖離はありません。また、9月上旬の株価下落時、ETFの買い入れは頻繁に行われていたため、日銀に明確なテーパリングの意思は見受けられませんでした。10月の月間買い入れ総額は8,700億円に達し、2016年8月以降、最も大きな金額となりました。モデルによる推計値は約9,453億円と、乖離はやや大きくなりました。

## 10月の株価急落時、日銀は即座に買い入れ実施、よって9月の推論はある程度妥当性があるろう

ここで、実績値から推計値を差し引いた値をみると、8月はマイナス約3,828億円、9月はプラス約321億円、10月はマイナス約753億円でした。2016年8月からの平均値はマイナス約158億円、標準偏差は約1,249億円ですので、正規分布を仮定すれば、9月と10月の差は平均からプラスマイナス1標準偏差の範囲内に収まる一方、8月の差はその範囲外で、極めて大きいことが分かります。参考までに、実績値と推計値の推移は図表1の通りです。

なお、年初から7月までは、TOPIXの前場の終値が、前日の終値から少なくとも0.3%を超えて下落した日にETFの買い入れが行われていました。8月と9月は0.5%を超えるまで買い入れは見送られましたので、日銀に減額の意識がうかがえますが、10月の株価急落時は0.27%超で買い入れが行われました（図表2）。以上を踏まえると、冒頭の推論はある程度、妥当性があるように思われます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会