

2017年9月15日
三井住友アセットマネジメント
シニアエコノミスト 渡邊 誠

エコノミスト便り

【日本経済】将来、日銀はETF購入からどのようにExitするのか？

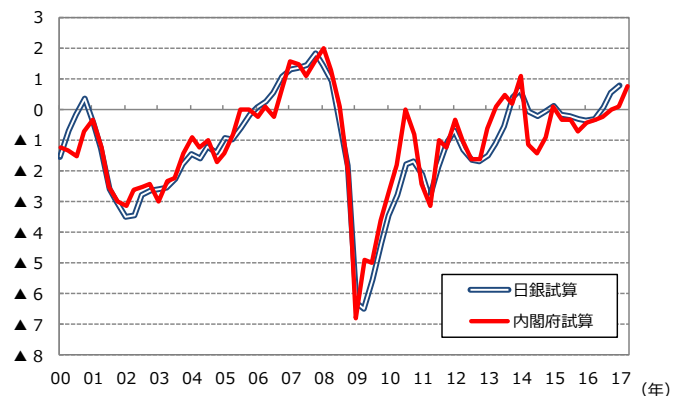
～購入額を「めど」とすることによる柔軟化が選択肢～

- 黒田日銀は、ETF購入を「2%の物価安定目標をできるだけ早期に実現するために必要な政策」と述べる。2%インフレが視野に入らない中、ETF購入の早期の軌道修正は容易でなからう。
- 筆者の分析によると、特に拡大QQE後のETF購入は、株価に有意な影響をもたらしているため、経済ファンダメンタルズがしっかりしていても、購入減額は予想外の大きなショックをもたらすリスクがある。
- こうしたリスクを抑えるため、日銀は将来のETF購入からのExitに際し、購入額を「めど」とすることで買入れを柔軟化していくのがよいのではないか。

GDPが6四半期連続でプラス成長、リーマンショック後に大きく拡大した負のGDPギャップも解消する中で、アベノミクスの本目の矢である大胆な金融政策に対する批判的な声、報道が増えているように思われる。ECBが資産購入プログラムのテーパーリングに向かい、FEDもバランスシートの縮小を開始すると見られる中で、日銀だけが取り残され、いつまでもアグレッシブな金融緩和を続けているという批判である。

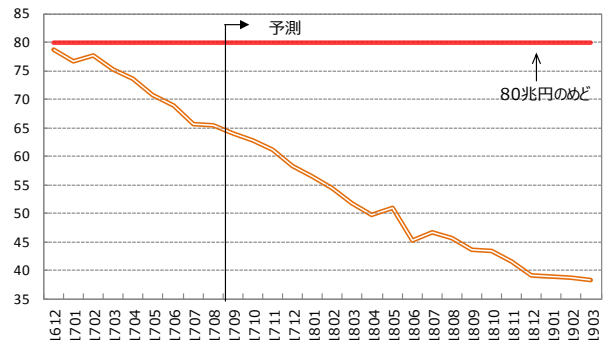
しかし、日銀については、昨年9月に長短金利操作（YCC）付き量的・質的金融緩和政策を導入し、金融政策の手段は量から金利へと回帰、国債購入については柔軟化の方向へと舵を切っている。短期金利▲0.1%、長期金利0%程度を目標に、イールドカーブ全体を低め誘導することで緩和的な金融政策を続ける一方、長期国債の保有残高の増加ペースについては年80兆円を厳格な「目標」から柔軟な「めど」へと切り替えた。YCC導入後も、日銀の長期国債保有残高は増え続けているが、足元の増加ペースは前年比60兆円強と、「めど」の80兆円を下回る（図表2）。

【図表1】 日本の需給ギャップ（四半期、%）



（注）データは2000年～2017年第2四半期（日銀試算は2017年第1四半期まで）。
（出所）日本銀行、内閣府のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

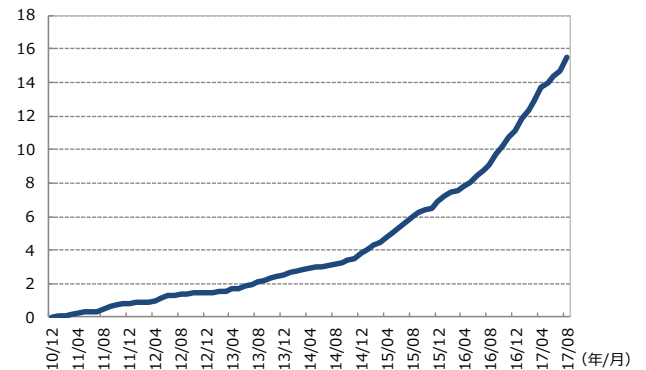
【図表2】 日銀の長期国債保有残高の増加ペース（前年差、兆円）



（注）先行きは、現状のオペによる購入額が続いたとの前提。そこから予定される償還を控除し、残高の増加ペースを計算。データは2016年12月～2019年3月、2017年9月以降は当社予測値。
（出所）日本銀行、財務省、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント

一方で、軌道修正が難しいと言われているのが ETF の購入である。日銀の大胆な ETF 購入が市場の価格形成を歪めている、日銀はすぐにでも ETF 購入を減額すべきとの声がある一方で、日銀が購入減額を表明して株価が大きく下落すれば、手の平を返したような日銀批判が強まる可能性がある。日銀は、現行の ETF 購入について、「2%の物価安定の目標をできるだけ早期に実現するために必要な政策である」と述べるが、仮にインフレ率がある程度上昇しても、上述の理由から、ETF 購入を減額することは簡単ではないかもしれない。それでは、日銀はこのまま現状の ETF 購入（年 6 兆円ペース）を続けるのだろうか。筆者は、年末にかけてインフレ率は上昇していくと予想するが、それでも 1%弱と、2%インフレ目標は視野に入らないため、早期の軌道修正のハードルは高いと見る。しかし、頭の体操として、将来的に日銀が ETF 購入について何らかの軌道修正を行うなら、単純な減額ではなく、長期国債と同様に購入ペースを「めど」とし、柔軟化していくことが考えられる。

【図表3】 日銀のETF保有残高（月末値、兆円）



(注) データは2010年12月～2017年8月。

(出所) 日本銀行、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

曖昧な「めど」とするのではなく、素直に減額すべきとの意見もあるだろうが、その点について考えるために、日銀の ETF 購入について振り返ってみたい。日銀が ETF の購入を決定したのは、白川前総裁時代の 2010 年 10 月で、当初は 2011 年末までに ETF の保有残高を 0.45 兆円にするという方針であった。その後、2011 年 3 月に保有残高を 0.9 兆円（2012 年 6 月末まで）、8 月に 1.4 兆円（2012 年末まで）、2012 年 4 月に 1.6 兆円（2012 年末まで）、2012 年 10 月に 2.1 兆円（2013 年末まで）にするという形で、購入が段階的に増額された。黒田総裁の下では、2013 年 4 月に保有残高を年 1 兆円程度のペースで増加するように買入れを行うとされ（QQE）、その後、2014 年 10 月に年 3 兆円程度へと増額（拡大 QQE）、さらに 2016 年 7 月には年 6 兆円程度へと一段と増額された。

具体的な日々の ETF 買入れのオペレーションについては、長期国債購入のような事前のスケジュール公表はなく、市場では TOPIX が前場に下落すると日銀が買入れを行うと言われている。実際、TOPIX の前場の騰落と日銀の ETF 買入れの動向を見ると、TOPIX が前場で上昇して日銀が買入れを実施したケースはなく、下落した場合のみ（正確には、一度だけ横ばいの場合に買入れが行われたことがある）、ETF の購入が行われている。この点については、白川総裁の下でも、黒田総裁の下でも変わりはない。

ただし、白川総裁時代と黒田総裁時代では、買入れを行う際の前場の下落率の閾値が異なる（図表 4）。白川総裁時代の 2010 年 12 月～2013 年 3 月までの日銀の ETF の購入は 69 回だが、2010 年 12 月 15 日の初回の買入れを除いて、全て前場の TOPIX が▲1%以上下がった場合に行われた。この期間に前場で TOPIX が▲1%以上下がったのは 68 回だったので、より正確に言うなら、前場で TOPIX が▲1%以上下がると、日銀は必ず ETF を購入していたということになる。一方で、黒田総裁の下でも、TOPIX が前場で▲1%以上下がると、100%に近い割合で日銀は ETF を購入している。黒田総裁の下で、TOPIX が前場で▲1%以上下がったのは 133 回であったが、その

うち 131 回で ETF 購入が実施されている。しかし、黒田総裁の下では、より低い閾値、つまり TOPIX の前場の下落率が▲1%未満であっても、ETF の買入れが行われている。前場の下落率が▲0.5%～▲1.0%の場合でも、2013 年 4 月からの QQE の下で 37 回（下落率が▲0.5%～▲1.0%となったのは 40 回）、2014 年 10 月末からの拡大 QQE の下で 47 回（同 57 回）、2016 年 7 月末の ETF 購入拡大以降で 17 回（同 17 回）、ETF の購入が実施されている。サンプル期間は短いですが、2016 年 7 月末以降では、TOPIX が前場に▲0.5%以上下がった場合の日銀の購入率は 100%である。

【図表4】日銀によるETF購入実績（TOPIXの前場の騰落率別）

	TOPIXが前場に下落した日数							
	うち日銀がETFを購入		うちTOPIXの騰落率が0.0%～▲0.5%		うちTOPIXの騰落率が▲0.5%～▲1.0%		うちTOPIXの騰落率が▲1.0%～	
	日数	割合	日数	割合	日数	割合	日数	割合
2010年12月～2013年3月	272	69	125	1	79	0	68	68
2013年4月～2014年10月	174	115	84	28	40	37	50	50
2014年11月～2016年7月	204	153	84	45	57	47	63	61
2016年8月～2017年8月	137	90	100	53	17	17	20	20

（出所）日本銀行、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

さらに、黒田総裁の下では、僅かな下落、前場の騰落率が 0.0%～▲0.5%の場合でも買入れが行われており、QQE の下で 28 回（騰落率が 0.0%～▲0.5%となったのは 84 回）、拡大 QQE の下で 44 回（同 84 回）、2016 年 7 月末の現行の ETF 購入の枠組みの下では 53 回（同 100 回）と、拡大 QQE 以降では、小幅な下落（0.0%～▲0.5%）であっても 5 割以上の割合で日銀が ETF を購入している。以上、TOPIX の前場の下落率から日銀の ETF 買入れ動向を分析すると、日銀が ETF の購入を行うのは前場の TOPIX が下落した場合だが、白川総裁下と黒田総裁下で明確な違いがあり、黒田総裁下でも、拡大 QQE 以降では、より小幅な下落で日銀が ETF を購入するケースが増えている。

こうした日銀の ETF 購入は、株価にどのような影響をもたらしたのか。2011 年以降の TOPIX の前場、後場の騰落の動きを見ると（図表 5）、白川総裁時代、黒田総裁時代を問わず、前場に上昇した場合、後場もその流れを継いで上昇するケースが多い。一方で、前場に下落した場合については、白川総裁時代、黒田総裁時代の QQE の下では、前場に続いて下落するケースが多かったのに対して、黒田総裁の拡大 QQE 以降は、前場に下落しても、後場に反転するケースが多くなっている。具体的に数字を確認すると、前場に下落した後、後場に反転した割合は、白川総裁時代が 43%、黒田総裁の QQE の下では 45%と 5 割を下回っていたのに対し、拡大 QQE の下では 53%、2016 年 7 月末以降では 56%となり、拡大 QQE を境に、傾向に変化が生じている。実際、各期間における騰落割合の違いについて、統計的な検定を行うと、QQE 以前と拡大 QQE 以降の騰落割合は有意に異なるという結果が得られる（1%

【図表5】TOPIXの前場と後場の騰落状況

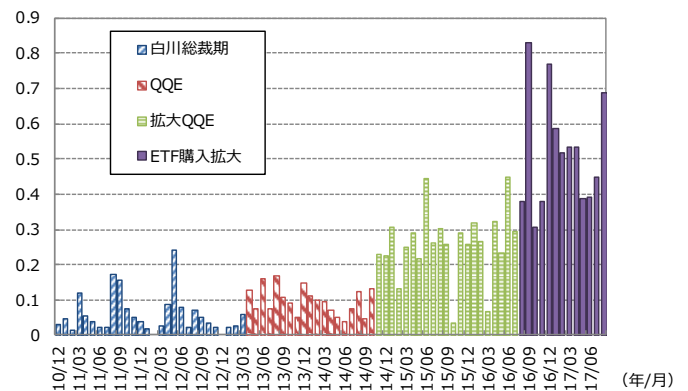
	前場の上昇した日数					前場に下落した日数				
	a	うち後場も上昇		うち後場は下落		d	うち後場は上昇		うち後場も下落	
		b	b/a (%)	c	c/a (%)		e	e/d (%)	f	f/d (%)
2010年12月～2013年3月	289	162	56.1	127	43.9	272	116	42.6	156	57.4
2013年4月～2014年10月	217	122	56.2	95	43.8	174	79	45.4	95	54.6
2014年11月～2016年7月	221	115	52.0	106	48.0	204	109	53.4	95	46.6
2016年8月～2017年8月	131	73	55.7	58	44.3	137	77	56.2	60	43.8

（出所）日本銀行、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

有意水準)。株価の騰落は日銀の買入れだけで決まるものではないが、特に拡大QQE以降、日銀のETF購入がTOPIXの騰落に有意な影響を及ぼしていると考えられる。リスクプレミアムを圧縮するための日銀の試みは、功を奏しているということだろう。

逆に言えば、日銀のETF購入によるリスクプレミアム圧縮が奏功しているがゆえに、経済ファンダメンタルズがしっかりしていても、日銀のETF購入の減額がアナウンスされ、減額が実際に始まれば、株価に負のショックがもたらされるリスクがある。想定外に株価が下落し、それが実体経済に悪影響を及ぼせば元も子もなくなる。こうしたリスクを抑えるため、ETF購入からのExitに向かう際には、まずは購入額を「めど」とすることで、実際の購入を柔軟化していくのがよいのではないか。そもそも、年6兆円ペースの購入を決定した2016年7月以降で見ても、日銀によるETFの購入は、月当たりで3000億円（年率換算3.6兆円）～8000億円程度（年率換算9.6兆円）と非常にばらつきが大きく、安定したものでない（図表6）。ETFの購入ペース（年6兆円）を「めど」とすることで購入により柔軟性を持たせ、たとえば市場のリスク回避姿勢が高まったと見られる局面では購入を厚めにするなどの対応を取れば、結果的に年間で見ても買入れが6兆円を下回ることがあっても、市場に大きなショックを与えずに済むのではないかと筆者は考える。長期国債購入同様、一時的に「めど」を下回っても、将来的には必要に応じて増える可能性もあるとしておけば、市場の期待を繋ぎとめておくことも可能ではないか。量的指標については、オーバーシュートコミットメントというアンカーがあるのだから、長期国債だけでなく、ETFについても柔軟化することで大きな問題があるとも思われない。

【図表6】 日銀のETF購入の購入（月次、兆円）



(注) データは2010年12月～2017年8月。

(出所) 日本銀行、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

- 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。当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会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員