

金額弾力化後の日銀ETF買入れ 副作用深刻化の後ずれを狙うもリスクの芽は残存

市場調査部主任エコノミスト

大塚理恵子

03-3591-1420

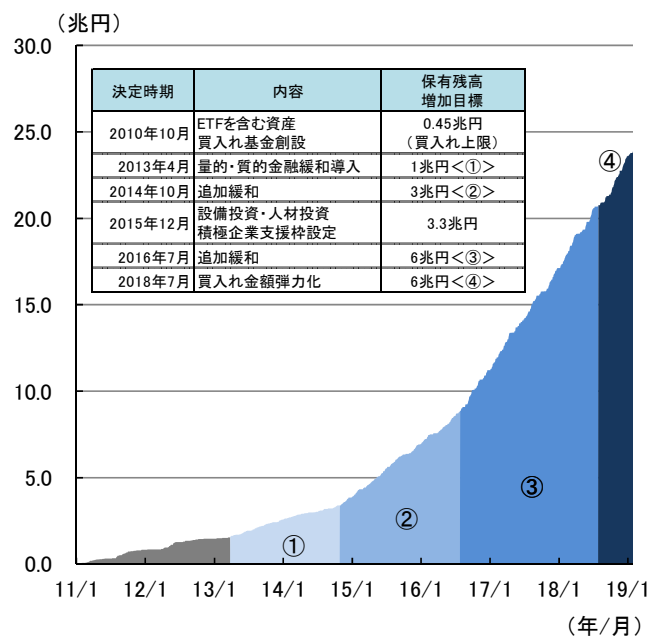
rieiko.otsuka@mizuho-ri.co.jp

- 副作用の深刻化を回避する意図もあり、2018年7月に日銀は年間の買入れ金額を弾力化した他、TOPIX連動銘柄の買入れ比率を引き上げ。弾力化後は小幅な株価下落時の買入れ頻度が減少
- 買入れ方法の変更により、一部の限られた個別銘柄への偏った資金流入の問題は緩和も、日銀の保有比率が増加している個別銘柄は増加し、5%を超える保有比率の銘柄数は190超に及ぶと見られる
- 日銀が保有するETFの簿価の上昇に伴い含み損発生ラインの株価も上昇。特にTOPIX連動銘柄は株価下落に対するバッファが少ない。影響が懸念されるのは、政策の継続性に疑義が生じること

1. はじめに

金融市場は、2018年末の世界的な株安をはじめとする混乱から2019年に入り落ち着きを取り戻しているが、きっかけの1つはFRBの金融政策正常化に対するスタンスの慎重化であった。1月のFOMCの声明文やパウエルFRB議長のコメントで早期の利上げ・バランスシート縮小の停止の可能性が示唆され、景気減速懸念が燻る中で米国の金融政策の正常化が淡々と進められることへの警戒感が一部和らいだ。一方で米国の金融政策の正常化ペースの鈍化は、日米金利差の縮小を通し、為替市場において円高圧力となる。実際、1月のFOMC直後、ドル円相場は109円台半ばから108円台半ばまで円高ドル安が急進した。一段の円高は回避し、足元では再び一部ドル高が進んだものの、今後も米国の金融政策正常化の最終局面が金融市場において意識される公算は大きい。また、春先以降に控える日米通商交渉も円高の引き金となり得るイベントであり、円高懸念は2019年の日本の経済・金融市場に燻り続けるだろう。また、円高リスクを差し引いても、日本経済の現状は力強さに欠いており、秋に控える消費増税まで見通すと、先行きは景気下振れリスクの方が大きい。こうした経済・市場環境下、金融市場においては円高が急進した際等の日銀による追加緩和の手段に関する議論が活発化しつつある。こうした議論において、

図表1 日銀のETF保有残高の推移



(注) 残高は簿価ベース。
(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

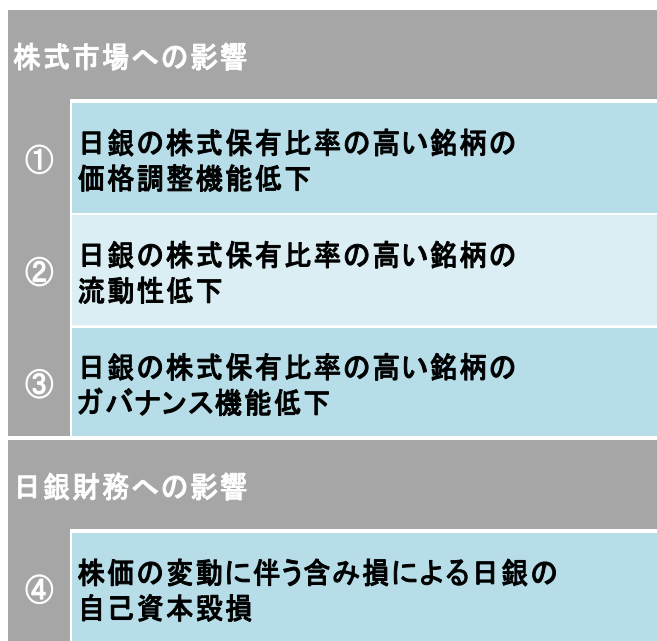
金融政策の手詰まり感も意識される中、市場関係者から有力な追加緩和手段の1つとして挙げられるのが、現在年間6兆円を目安に買い入れられているETFの買入れ金額の拡大である。しかし、買入れペースの拡大とともに、日銀が保有するETFの残高は、2019年1月末時点で24兆円程度（簿価ベース）に及んでおり（前頁図表1）、株式市場における存在感の高まりとともに市場に与える影響等を懸念し、副作用を指摘する向きもある。また、日銀自身も、2018年以降、金融緩和に伴う市場機能の低下等の副作用を配慮する姿勢を打ち出し始め、実際に7月にはETF買入れ策について微修正をした。本稿では、注目の集まる日銀によるETF買入れについて、修正を経た買入れの現状と日銀のETFの保有状況を整理するとともに、それらを踏まえた上で今後の政策を展望してみたい。

2. 副作用深刻化を後ずれさせるため、政策の微修正をしてきた日銀

（1）年間の買入れ金額を弾力化し、小幅な下落時の買入は減少

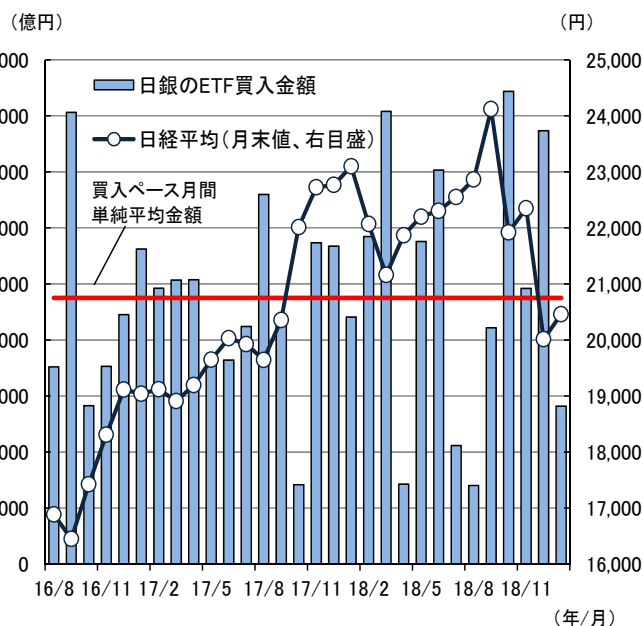
日銀によるETFの買入れは、2010年10月から始まり様々な政策的変遷を経ながら、年間の買入れペースは当初の0.45兆円から2016年7月には10倍を超える6兆円に拡大された。日銀による大規模なETFの買入れに伴う副作用としては、株式市場に影響を及ぼすリスクである①から③と日銀の財務に影響を及ぼすリスクである④と主に4点指摘できる（図表2）。こうした副作用の深刻化を回避する狙いもあり、日銀は2018年7月の金融政策決定会合にて、ETFの買入れについて「市場の状況に応じて買入れ額は上下に変動しうるものとする。」との文言を追加した。この時点では、米国を中心に世界経済の力強い改善が続いているとの景気見通しが優勢であり、株価も堅調であったことから、金融市場では日銀の正常化に向けた布石との見方が台頭した。しかし、秋口から世界経済の減速

図表2 日銀によるETF買入れを巡って指摘される副作用



（資料）みずほ総合研究所作成

図表3 日銀によるETFの実績と株価



（注）設備投資及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買入れは除く。
（資料）日本銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

懸念を背景に世界的な株安に見舞われたことから、月間の日銀のETF買入れ金額の推移を見てみると、結果的には日本株が大幅に下落した10月と12月は6兆円ペースを大きく上回る金額を買入れた（前頁図表3）。一方、買入れを行ったタイミングを見てみると、日銀のETF買入れに対するスタンスの変化を汲み取ることもできる。図表4は、日銀の年間ETFの買入れ金額に関する①から④までの局面毎に、TOPIXの前場の騰落率と買入れの頻度の関係を示している。買入れ金額の弾力化以降（④）は、TOPIXが前場に▲0.5%超下落している営業日は全日買入れが行われているが、▲0%～▲0.5%の小幅な下落率に留まっている営業日における買入れ頻度が大きく低下しており、不必要な買入れは回避したいとの意図が見て取れる。

（2）銘柄別の買入れ限度額を見直し、一部の個別銘柄への偏った資金流入を緩和

前述した4点の副作用のうち、株式市場に影響を及ぼす3点については、いずれも、個別銘柄で発行済み株式における日銀の株式保有比率が高まることに起因している。日銀は、2016年7月に買入れペースを年間6兆円まで拡大した時点では、買入れ対象であるETFの銘柄の買入れ比率をそれぞれの銘柄の時価総額の比率に準じていた。すると、構成銘柄数の少ない日経225に連動するETFの時価総額の比率が高かったことから、日経225におけるウェートの大きい銘柄に買入れ資金が偏ることとなった。この問題に対し、日銀は銘柄別の買入れ限度額を2016年9月と2018年7月の2回に渡り変更し、より構成銘柄数の多いTOPIXに連動するETFの買入れ比率を高くした。2回の変更前は日経225に連動する銘柄が買入れるETFのうち、50%超を占めていたが、現在は11%まで低下しTOPIXに連動する銘柄が90%近くを占めている（図表5）。この変更により、極端に限定された銘柄に資金が流入し、該当する銘柄の価格調整機能を歪めたり、流動性を低下させる問題は一部軽減された。一方で既に時価ベースで27兆円（東証1部時価総額の4.6%に相当）もの金額を保有している上に更に買入れを継続すれば株式市場への影響は徐々に累積し、また、日銀の財務リスクも増大していることは

図表4 ETF買入れ金額別の株価と買入れ頻度の関係

(%)	TOPIXの前場騰落率			
	▲1%以下	▲0.5%～▲1%	▲0%～▲0.5%	0%以上
年間1兆円 ①13/4～	100.0	90.2	33.7	0.0
年間3兆円 ②14/11～	96.8	84.2	52.4	0.5
年間6兆円 ③16/8～	97.1	100.0	51.2	0.0
弾力化 ④18/8～	100.0	100.0	21.4	0.0

(注) TOPIXの前場の株価下落率のレンジ毎に日銀が買入れをした割合を2019年1月末までの実績で算出したもの。

(資料) 日本銀行、日経NEEDS-Financial QUESTより、みずほ総合研究所作成

図表5 日銀のETF銘柄別買入れ限度の変更

変更時期	2016年9月	2018年7月
銘柄別の買入れ限度	<変更前> 銘柄毎の時価総額に比例 <変更後> 2.7兆円: TOPIX連動 3.0兆円: 銘柄毎の時価総額に比例	<変更前> 銘柄毎の時価総額に比例 <変更後> 4.2兆円: TOPIX連動 1.5兆円: 銘柄毎の時価総額に比例
TOPIX連動	<変更前>44% <変更後>71%	<変更前>75% <変更後>88%
日経225連動	<変更前>56% <変更後>29%	<変更前>22% <変更後>11%

(資料) 日本銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

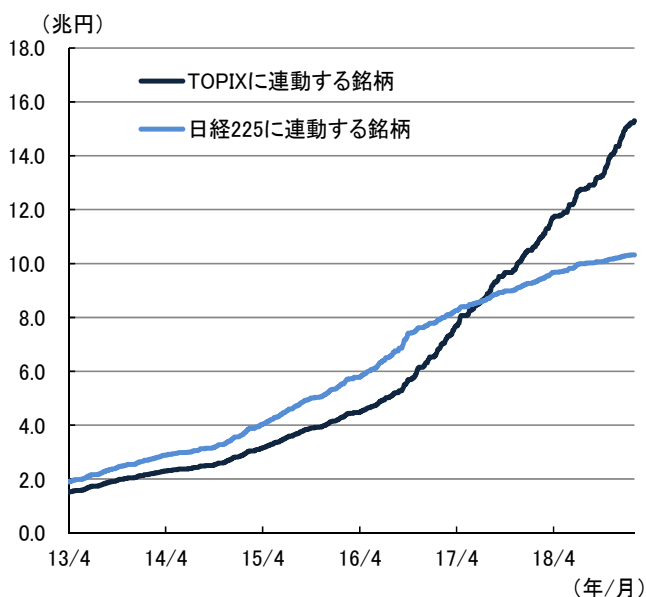
確かである。本項では、E T F の買入に伴う副作用の深刻化を後ずれさせ買入れを持続可能とするために、買入れ金額や方法を変更してきた概要を振り返ったが、次項では、日銀の E T F の保有が個別銘柄に与える影響と日銀財務に与える影響について改めて詳細に考察をしていきたい。

3. 日銀の E T F 保有によるリスクの再評価

(1) 着実に増える日銀の保有比率。深刻化まで猶予は長い、先送りし続けることは出来ない

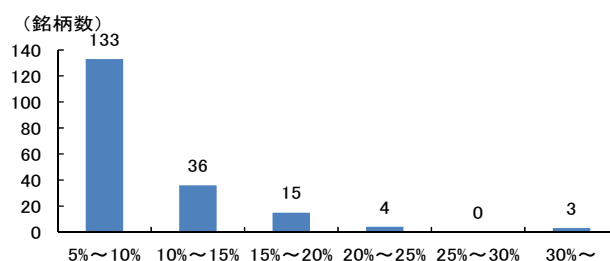
前述の通り、日経 225 に連動する銘柄の買入れの比率を低下させたことで、日経 225 のウェイトが大きい限定された銘柄において、極端に速かった日銀の保有残高の増加ペースは鈍化している。2019 年 1 月末時点で日銀が保有する E T F の残高は、時価ベースで 27 兆円近くに及んでいると見られるが、その内訳は、約 57% の 15 兆円が TOPIX に連動する銘柄、約 38% の 10 兆円が日経 225 に連動する銘柄であると試算される（図表 6）。しかし、銘柄別の買入れ限度額を変更したため、2016 年 8 月以降は TOPIX に連動する銘柄の保有残高の伸びが顕著であり、発行済み株式に対して日銀が保有している比率が一定程度に達している個別の銘柄数は着実に増加している。図表 7-1 は、2019 年 1 月末時点において推定される日銀の保有比率別に、該当する銘柄数を示している。持分法適用会社の対象基準となる比率である 20% を超える銘柄数は未だ 7 銘柄に留まるものの、大量保有報告書提出の対象基準となる比率 5% を超える銘柄数は 191 銘柄に上る。筆者は 2016 年 10 月に発刊したレポート¹においても、日銀による E T F の大量購入のリスクとして株主構成に与える影響を検証しているが、その際に日銀が発行済み株式数の 5% を超えて保有している銘柄は 50 銘柄程度であったことから、2 年超で 4 倍近く増えている。また、買入れペースと方法を維持することを前提にすると、5 年以内には日銀の保有比率が子会社の基準となる 50% を超える銘柄が発生し、同様の銘柄の増加は、非常に緩やかなペー

図表 6 日銀の銘柄別 E T F 保有残高

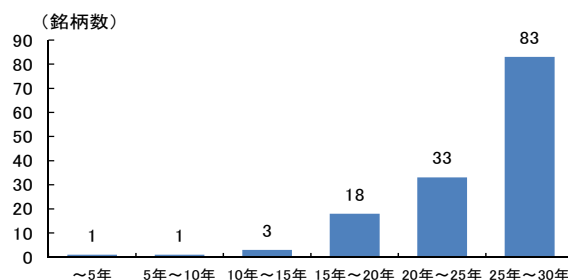


(注) 残高は時価ベースで日銀の買入基本要領に基づいてみずほ総合研究所が試算。
(資料) 日本銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表 7-1 日銀の株式保有比率（浮動株ベース）と銘柄数



図表 7-2 現在の買入れを続けた場合の日銀保有比率が 50% を超える期間別銘柄数



(資料) 日本銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

スであるが、25年後を超えると急増すると試算される（前頁図表7-2）。かなり先の話ではあるものの、こうした状況が視野に入ってくるようになれば、株式市場全体の価格調整機能や流動性の低下の議論を回避して現在の買入れが続けられるとは考え難い。コーポレートガバナンスの観点からも、日銀が保有している株式の議決権について、スチュワードシップ・コードを受け入れている信託銀行が行使をしているとは言え、企業のガバナンス機能低下に関する議論も避けられないだろう。

（2）含み損発生ラインの株価は上昇。懸念されるのは財務問題自体ではなく買入れ停止観測

2019年1月末時点において日銀が保有するETFは、時価が簿価を上回り含み益があるものと推測されるが、2018年末にかけて株安が急進した際には、時価が簿価を下回り含み損が発生する可能性を懸念する向きもあった。日銀の会計規程によれば、ETFの評価方法は、移動平均法による原価法であり、時価の総額が簿価の総額を下回る場合に、その差額を上半期末及び事業年度末に指数連動型上場投資信託取引損失引当金（以下、引当金）として計上すると定められている。日銀のETFの評価方法を踏まえると、ETFの買入れペースが加速していった異次元緩和以降、日本の株価は短期的な調整を挟みながらも水準は上昇していることから、現在の株価で買入れを続けると、簿価は徐々に引き上がることになる。特に、TOPIXに連動する銘柄については、銘柄別の買入れ限度額が変更された2016年9月以降に買入れ金額が急増していることから、時価対比の簿価が高いと見られる。図表8は、日銀が買入れ対象としている銘柄別の簿価と時価を試算したものだが、日経225に連動する銘柄の含み益が当該銘柄の保有時価の26%に当たる2兆円程度あるのに対し、TOPIXに連動する銘柄の含み益は同比率が6.1%に留まる0.9兆円程度である。

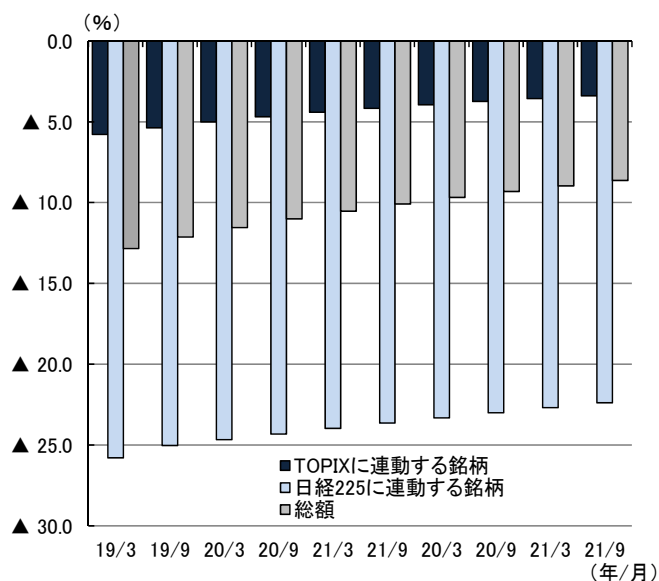
仮に株価が急落した場合に、銘柄別にはJPX日経400とTOPIXに連動した銘柄で日経225に連動した銘柄に先んじて含み損が発生することとなる。ただし、引当金の計上が必要となるのは、「総額」について時価が簿価を下回った場合であることから、JPX日経400やTOPIXに連動する銘柄で含み損

図表8 日銀の銘柄別ETF保有残高
(2019年1月末時点)

(兆円)	簿価	時価	含み益	含み益率 (%)
TOPIX連動	14.4	15.2	0.9	6.1
日経225連動	8.1	10.2	2.1	26.1
JPX日経400連動	0.5	0.6	0.0	2.1
合計	23.0	26.0	3.0	13.1

(注)日銀の買入基本要領に基づいてみずほ総合研究所が試算。
(資料)日本銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表9 日銀が現在の買入れを続けた場合に
含み損が生じる株価下落率



(注)2019年1月末の株価水準で現在のペース・銘柄別限度額で買入れた場合。総額において、JPX日経400は除く。

(資料)日本銀行、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

が発生したとしても、日経 225 に連動する銘柄の含み益で吸収される株価水準までは引当金は発生しないこととなる。前頁の図表 9 は、2019 年 1 月末時点の株価（日経平均株価：20,774 円）で現在のペースと方法によって日銀が買入れを継続することを前提とし、今後どの程度のショック的な株価の下落で含み損が発生するかを銘柄別と総額でそれぞれ試算している。簿価が時価に対して相対的に高い TOPIX に連動する銘柄は、例えば 2019 年 3 月末にショック的に株価が急落した場合、5%程度下落で含み損が生じる。一方で簿価が時価に対して相対的に低い日経 225 に連動する銘柄は、25%程度下落しない限り含み損は発生せず、総額では 13%の下落で含み損が発生することから、このライン（株価の水準では日経平均株価が 18,100 円程度）で引当金の計上が迫られる。

また、簿価よりも高い時価で買入れを続けることで簿価が上昇し、徐々に含み損を生じさせる株価水準が高くなることも読み取れる。前述の2016年10月に発刊したレポートにおいても、株価変動によって含み損が生じ引当金の計上が迫られる株価水準を試算したが、当時は日経平均株価の水準で 14,000円台前半がラインであったことに鑑みると、株価が上昇しているとは言え（2014年9月末の日経平均株価が16,450円）、2年強で引当金計上の必要が生じる株価の絶対値のラインは引き上がっている。

日銀の財務上、引当金が特別損失として計上され、当期剰余金にヒットすること自体が経済・金融市場に与える直接的な悪影響が大きい訳ではない。日銀の2018年度上期の財務諸表を見ると、自己資本は、法定準備金等の資本勘定約3.2兆円と引当金勘定約5.4兆円を併せた8.7兆円程度あることから、仮に当期剰余金が赤字化したとしても、直ちに債務超過に陥るわけではない。また、民間企業と異なる中央銀行という特性上、債務超過に転化したとしても、事業継続の疑義が生じる訳ではない。実際、F R Bは2018年9月末時点で実質債務超過となっている。F R Bの2018年第3四半期末の財務諸表を見ると、保有債券において約665億ドルの含み損を抱えており、自己資本である391億ドルを上回っている。これについて、米国メディアの報道によれば²、ケビン・ウォーシュ元F R B理事が、「中央銀行の債務超過は理論上問題ないが、実際には、F R Bが持つ最も強力な資産である信用力を削いでしまうリスクを冒している」と述べたという。日銀のE T Fにおける含み損についても、懸念されるのは、含み損の発生や債務超過への転化によって日銀の金融政策への批判が高まり、E T Fの買入れを停止せざるを得ない状況に日銀が追い込まれる可能性を金融市場が惹起し、先んじて株価の急落等の混乱を引き起こす展開だろう。

4. おわりに

日銀のE T Fの保有状況について、個別銘柄に与える影響と日銀財務に与える影響という切り口で考察してきた。これらの影響を踏まえた上で、追加緩和策の候補の1つと目されるE T Fの買入れペース拡大を検討してみると、第一の切り口であった個別銘柄の保有比率の増加という観点では、着実に一定比率を日銀が保有している銘柄数は増加しているものの、幅広い銘柄で50%を超える保有比率になるような事態は当分先であることから、短期的に増額することによって直ちに価格調整機能や流動性・コーポレートガバナンス機能の低下といった問題が深刻化する訳ではない。もっとも、日銀が50%を超えて保有する銘柄が多数ある事態が異常であり、どの程度の銘柄数でどの程度の比率までの増加ならば副作用を許容できるのかという議論が必要であることは自明である。

第二の日銀財務に与える影響という観点では、大規模なE T Fの買入れにより簿価が既に引き上が

っており、現時点においても15%程度の株価下落で含み損が発生するが、買入れペース拡大は一段と簿価を引き上げることになる。15%程度の株価の急落は2018年後半の株価下落が高値から約20%下落したこに鑑みれば十分にあり得るシナリオであるが、日銀財務において含み損や債務超過が発生する可能性が生じることで、ETF買入れの継続性に対する疑念が高まり株価が下げ止まらなくなれば、結局日銀は買入れのペースを拡大せざるを得ない状況に追い込まれるだろう。そうした場合、年間の買入れペースの拡大をコミットする追加緩和を一旦実施すれば、減額することは容易でなくなる。仮に副作用を配慮しフォワードガイダンスのような文言を付けたとしても、減額するタイミングで金融市場が過剰に反応する懸念がある。よって、金融市場で円高・株安が急進し、何らかの対応を迫られるならば、日銀は金額の弾力化という範疇で買入れを短期的に増額すると考えられ、日銀にとっては、当初の引締めへの布石という思惑とは反対ではあるものの、2018年7月に金額を弾力化する修正をしておいたことは、年間の買入れ金額をコミットせずに短期的に買入れを増額させる術を得られたという意味で得策であったと言えるだろう。

¹大塚理恵子 (2016) 「日銀のETF大量購入への考察～長期化により副作用が深刻化するリスクも」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2016年10月25日)

²Bloomberg 2018年12月12日「Fed Piles Up \$66 Billion in Paper Losses as It faces Trump Wrath」

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。