

(証券市場)：日銀がGPIFを超える日

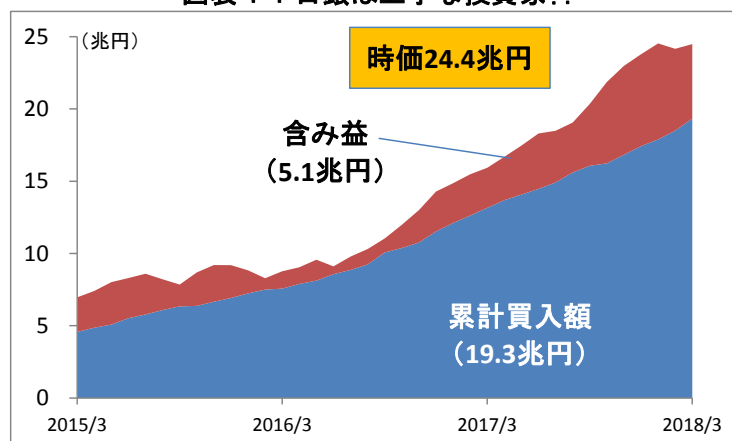
日銀は年間6兆円ペースでETF（上場投資信託）の買い入れを続けている。黒田総裁の最近の発言からは、買入額を減らすのは早くても2020年度以降と推察され、日銀がGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）を超え、世界一の日本株投資家になる日も遠くない。将来の株価下落リスクも懸念されるため、年金など長期投資家も監視を強めることが必要だ。

日本銀行が大規模な金融緩和策を導入して5年が経過した。その間、政策規模の拡大や内容変更を重ね現在に至っている。国債に関しては実際の買入額が年間80兆円¹という方針より少ないが、ETF（上場投資信託）は方針（年間6兆円）に沿った形で買い入れを続けている（2017年度は6.2兆円を購入した）。

その結果、累計買入額19.3兆円に対して、時価ベースの保有額は24.4兆円と推計される（2018年3月末時点）。差額の5.1兆円は含み益で保有額の21%に相当する。純資産3.7兆円（2017年9月末時点）を上回る規模の含み益は、株高が続く限り日銀の財務の安定性や、円の信認にも寄与するだろう。

アベノミクス以降の円安・株高で2割近い含み益を形成した格好で、皮肉の意味で言えば「日銀は上手な投資家」だ。とはいえ、株価上昇の大きな要因は円安による企業業績の改善であること、そもそも円安に誘導したのは他でもない日銀自身なので、自作自演ともいえる。

図表1：日銀は上手な投資家!?



(資料) 累計買入額は日本銀行、含み益は筆者試算

ところで、日銀はいつまでETFを買い続けるのだろうか。民間エコノミストの予測では物価上昇率が目標の2%に達する見込みが持てないことに加えて、当の日銀も出口を議論するのは「時期尚早」というスタンスを貫いているので、当面は買い続けるとみられる。

2018年3月、黒田総裁は国会で「19年度頃には2%に達する可能性が高いと確信している」、「2%の物価安定目標が達成されていない段階で、金融緩和を中止したり、弱めたりすることは考えられない」と発言した。

物価などの経済情勢が上記の総裁発言どおりに進展すると仮定すれば、日銀は 2019 年度までは現状維持を貫き、2020 年度以降に緩和策を縮小するというのが素直なシナリオだろう。この前提で日銀の E T F 保有残高を試算したのが図表 2 だ（試算の前提は注に記載）。

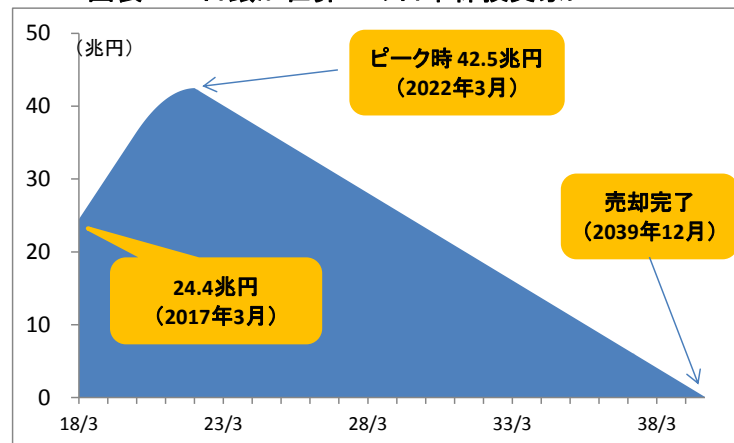
2019 年度中（2020 年 3 月まで）は現在の月間 5,000 億円ペースで買い入れを続け、2020 年 4 月以降、買入額を毎月 200 億円ずつ減らす（テーパリング開始）。この場合、今から 4 年後の 2022 年 3 月に買入額がゼロになる。このとき保有額はピークを迎え、約 42.5 兆円と試算される。

2018 年 3 月末時点の推定 24.4 兆円から 18 兆円ほど増え、G P I F（年金積立金管理運用独立行政法人）が保有する日本株約 42.3 兆円（2017 年 12 月末）を超える規模だ。名実ともに日銀が世界一の日本株投資家となる日も遠くない。

大きな波乱なく買い入れを終了できれば、次はいよいよ E T F を処分する段階に移行する。最もシンプルなのは市場で売却していく方法だが、株式市場への悪影響が懸念されるため、売却額は月間 2,000 億円にとどめると仮定する（東証 1 部の最近の月間売買代金の 0.3% 程度）。

この場合、ピーク時に 40 兆円超まで膨らんだ残高がゼロになるのは 2039 年 12 月で、今から 22 年近くを要することになる。ただ、現実には売却途中で株価が軟調に推移する場面もあろう。その場合は売却額を減らすなどの対応が必要となり、売却完了に要する期間はさらに長くなる。

図表 2：日銀が世界一の日本株投資家に



(注) 試算の前提：株価変動は考慮しない。

- (1) 2020 年 3 月まで現在の買入ペース（月間 5,000 億円）を維持
- (2) 2020 年 4 月以降は買入額を毎月 200 億円ずつ減らす（テーパリング開始）
- (3) 2022 年 4 月以降、毎月 2,000 億円ずつ売却。

このように試算してみると、やはり日銀が進めている E T F 買入策は異常と言わざるを得ない。新機関を設立して日銀から E T F を移管する等の方法も考えられるが、その場合でも新機関が“処分”することに変わりはなく、ファンダメンタルズと無関係に株価下落を招く懸念がある。

そもそも E T F 買入の効果を疑問視する指摘もある中で、日銀による買入額を減らすことを考えるべきではないか。また、年金などの長期投資家も、日銀が将来に向けて負のエネルギーを溜め込み過ぎないように監視することが必要だ。

(井出 真吾)

¹ 償還分を考慮したうえで保有残高が年間 80 兆円増えるように購入する。