

基礎研 レター

日銀 ETF 大量購入の問題点

マッチポンプの日本的手法と企業経営に悪影響の懸念

金融研究部 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾
(03)3512-1852 side@nli-research.co.jp

<要約>

日銀のETF大量購入は株価の下支え効果が期待されるが、そもそも日銀が株価を押し下げている可能性がある。日銀は市場との対話を通じてETF購入の効果をより大きくできるので勿体無い。また、株価維持によって企業の経営監視機能が損なわれる懸念もある。

■ETF 買い入れ枠を約2倍に拡大

7月29日、日本銀行はETF（上場投資信託）の買い入れ枠を年間6兆円に拡大すると決めた。従来の3.3兆円からほぼ倍増だ。アベノミクス始動直後の2012年12月～2013年4月、日経平均を9,000円台から1万4,000円程度まで一気に引き上げる原動力となった海外投資家の買い越し額(7.6兆円)に迫る金額である。世界経済の先行き不透明感が増すなか、日銀のETF大量購入による株価の下支え効果が期待される。

日銀はETF購入の狙いを「リスクプレミアムを下げるため」と説明している。リスクプレミアムとは平たく言えば“投資家がリスクを嫌がる度合い”である。リスクを嫌がらないようにすれば、投資家が株を買いやすくなるので株価上昇に繋がるということだ。株価維持策などの批判もあるが、この考え方は理論的に正しい。

■日銀自身が株価を押し下げている？

しかし、筆者は日銀の手法に問題というか、勿体無い点があると考えている。それは、日銀は金融政策の決定に際して、基本的に市場とコミュニケーションを取らない。欧米の中央銀行（FRB、ECB）の場合は、決定前に数日から数週間かけて情報を小出しにして市場の反応を探る。そうして自身の金融政策の内容を少しずつ市場に織り込ませる。

一方の日銀は昔ながらの秘密主義を貫いているため、市場では様々な憶測や疑心暗鬼が渦巻く。こうした思惑による短期志向の投機的な売買が市場の変動率（ボラティリティー）を高めている可能性

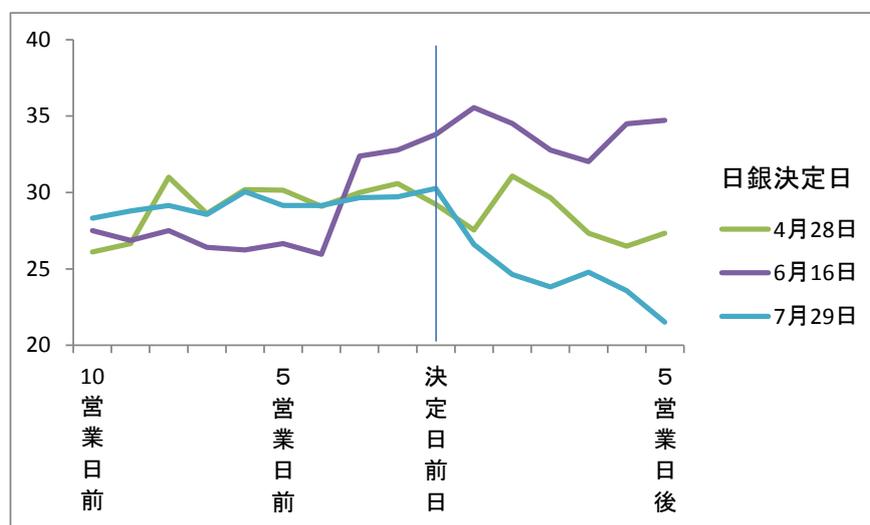
がある。図1は日経平均の予想変動率を示す日経平均ボラティリティー・インデックス(日経平均VI)の推移だ。日銀が金融政策を決める決定会合開催日に向けて日経平均VIが高まり、決定後は低下する傾向が見られる。直近3回の決定会合では、10営業日前から前日まで平均約14%上昇した。

日経平均VIは別名“恐怖指数”と呼ばれ、市場の不安心理を示す指数とされる。図1の日経平均VIの動きは、日銀がどのような金融政策を決めるか情報が乏しいため決定日前日に向けて徐々に市場の不安定さが増し、日銀の決定内容が明らかになると落ち着きを取り戻す様子が表れているのだろう。

つまり、日銀自身が市場の変動率や不安を高め、結果的にリスクプレミアムを高めている(投資家を株式市場から遠ざけている)のではないか。そうだとすれば、日銀のETF大量購入によってリスクプレミアムを下げるといっても、そもそも自分で高めたリスクプレミアムを下げているに過ぎず、まさにマッチ・ポンプ(自分でマッチで火を点けて、自分でポンプで消すこと)だ。

これは実に勿体無い。もっと市場と対話をすれば無用にリスクプレミアムを高めることなく、ETF大量購入による株価引き上げ効果も大きくなるはずだし、政府の経済対策との相乗効果もより大きなものが期待できる。市場はわがままなので中央銀行と考え方が一致することは難しい。日銀は市場の言いなりになる必要などなく、自らの信念に基づいて金融政策を決めるべきだ。しかし、世界的な金融緩和の状況下においては、市場との対話によって考え方のギャップを縮めることも中央銀行としての責任ではないか。

【図1】日経平均ボラティリティー・インデックス



(資料) Bloomberg

■企業経営に悪影響の恐れ

日銀のETF大量購入が株価を下支えする仕組みは極めてシンプルだ。日銀の購入によってETFの市場価格が上昇すると、ETF構成銘柄の現物株との間に価格差が生じる。すると、割安な現物株に買い

注文が入り、現物株の株価も上昇するということだ。例えば日銀が日経平均連動型ETFを購入すると、日経平均を構成する225銘柄の現物株が相対的に割安になるので、これら企業の株価が上昇しやすくなる。図2はETFを通じて日銀が間接的に株式を保有する割合を試算したものだ(6%以上の企業)。これら企業の株価は今後も日銀のETF大量購入によって下支えもしくは引き上げられることが期待される。

株価が値上がりするのは好ましいように思われがちだが、企業経営への弊害も想定される。というのも、前述のように日銀によるETFの大量購入によって個別企業の株価が下支えされるため、株価が経営内容を正しく反映できなくなる恐れがある。たとえば企業の経営内容に改善点が生じても、株価が下がらなければ株主が問題視せず放置するかもしれない。また、経営者が株主の評価を通じて経営課題に気づく機会を逸してしまう恐れもある。

【図2】日銀の間接的な株式保有割合が大きい企業

コード	企業名	日銀の推定保有割合	日銀の推定保有割合
6767	ミツミ電機	11.2%	20.6%
6857	アドバンテスト	9.8%	18.0%
9983	ファーストリテイリング	9.0%	16.5%
6976	太陽誘電	8.3%	15.2%
6762	TDK	7.9%	14.5%
5707	東邦亜鉛	7.4%	13.6%
4704	トレンドマイクロ	7.2%	13.3%
1721	コムシスホールディングス	7.1%	13.1%
9766	コナミホールディングス	6.9%	12.7%
4021	日産化学工業	6.6%	12.2%
4041	日本曹達	6.6%	12.1%
8035	東京エレクトロン	6.4%	11.8%
6988	日東電工	6.1%	11.2%
6103	オークマ	6.1%	11.2%



(注)2016年7月末時点

試算方法

- ①日銀が買入れたETFの割合は16年7月29日時点の時価総額比率とする。
- ②13年4月4日～16年7月29日のETF購入額に①を乗じたものを指数ごとに合計。
- ③②の金額と16年7月29日時点の指数構成比、個別銘柄の時価総額から保有割合を算出。

「1年後」は日経平均・TOPIX型ETFを追加で6兆円購入した場合、個別銘柄の時価総額等は変わらずを想定(資料)日銀、QUICKから筆者試算

ポケモンGO!が大ヒットとなった任天堂は、据え置き型ゲーム機に長く拘ってきたが、株主の強い要請も踏まえてスマートフォン向けゲームに舵を切った。株価は株主による経営監視機能を備えているが、日銀の買い支えによってそれが機能不全となる懸念がある。これは企業にも株主にも不幸なことだし、日本経済や日本株市場の健全な発展を阻害しかねない。

さらに言うと、日銀は大量購入したETFを将来どうするのだろうか。これも気がかりである。国債は満期があるので保有し続ければ自然と日銀から無くなる。ところがETFには満期がないので、いずれ日銀は“売る”というアクションを起こすことになる。今は“買う”というアクションで株価を支えている時期だからよいが、超金融緩和政策の出口では何が起こるのか心配の種は大きい。時限立法で日銀保有ETF管理機構のようなものを作って少しずつ売却するのだろうか。それでも、図2に示したような間接的に大量保有されている企業の株価には大きな下押し圧力がかかることが想定される。市場に影響が出ないように処分できるとも思えないのだが・・・。

以上