

基礎研 レポート

日銀も低コスト投信にシフト!? 国民負担の軽減は極めて限定的

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

1—はじめに

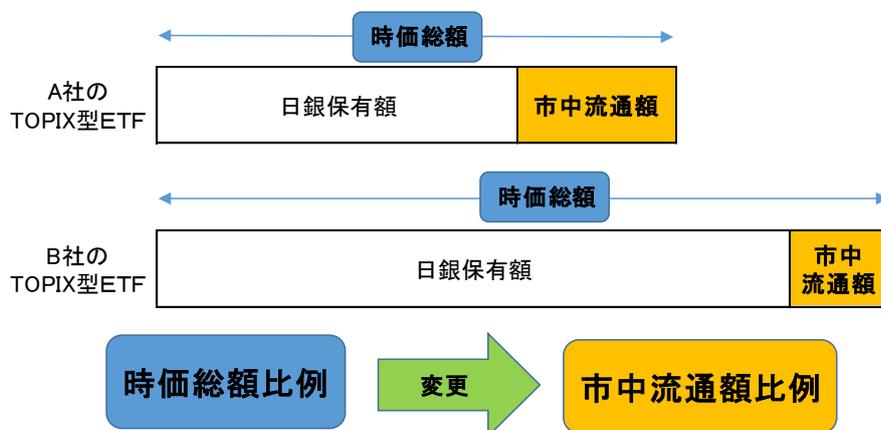
日本銀行がETF（上場投資信託）の買入方法を変更した。結果的にコストの安いETFを従来よりも多く購入することになりそうだ。背景は何か、そしてコスト削減効果はどのくらいか検証する。

2—ETF買入方法を変更

日銀は年間6兆円ペースでETFの買入れを続けている（現在はコロナ禍対応で一時的に年間12兆円を上限に拡大中）。買入対象ETFはTOPIX（東証株価指数）連動型、日経平均連動型、JPX日経400連動型の3種類で計5.7兆円、残りの0.3兆円は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ためのETF、いわゆる「賃上げETF」だ。

TOPIX連動型のETFと一口に言っても複数の運用会社が同様のETFを出しており、いずれも日銀の買入対象となっている。従来は各ETFの時価総額に応じて買入れていたが、20年5月以降については各ETFの市中流通額に比例して買入れることとした。

【図表1】ETF買入方法の変更



(資料) 日銀より筆者作成

市中流通額とは各ETFの時価総額から日銀の保有額を差し引いた分なので、いわば「日銀以外の投資家の需要の大きさ」を表すと解釈できる。図表1の例では、時価総額はB社のETFの方が大きい、市中流通額はA社のETFの方が大きい。

つまり（日銀以外の）多数の投資家はA社のETFを好んでいるにもかかわらず、従来の日銀の買入れ方法ではB社のETFを多く買っていたわけだ。市中流通額に応じて買入れる新ルールではB社よりもA社のETFを多く買うので、市場の需要と平仄を合わせることになる。

なお、従来ルールは時価総額が大きいETFほど日銀が大量に買うため、さらに時価総額が大きくなる“雪だるま式”だったと言えよう。

3—なぜ類似商品で需要に差があるのか

日銀が買入対象としているETFは値動きがTOPIXや日経平均に連動するように運用されるので、基本的に運用会社による運用成果の差はほとんど無い。運用実務は決して容易ではないが、指数採用銘柄の入れ替えや企業の合併・増資などが発生する都度、各指数が定めたルールに忠実に対応すれば、ほぼ完璧に指数に連動させることができる（筆者は指数連動型運用の実務経験が20年超）。

では、なぜ類似のETFなのに需要の差があるのか。考えられるのは保有コストだ。

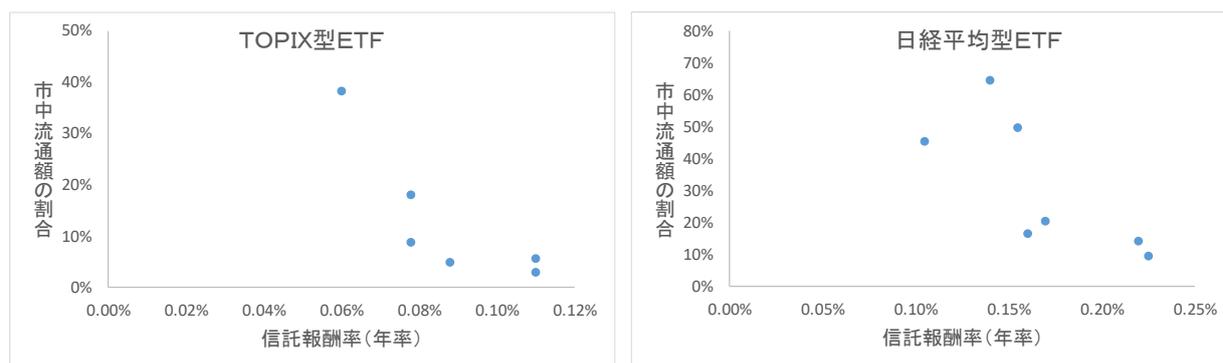
ETFの保有者は保有額に応じて信託報酬（運用・管理費用）という保有コストを負担する。主に運用会社の手数料で、前述の運用実務等の対価だ。実際は投資家が別途支払うわけではなく、保有する時価に対して「年率〇%」という形でETFの純資産から日々差し引かれる。したがって保有額が大きいほど、また信託報酬率が高いほど、ETF保有者が負担する信託報酬の実額も大きくなる。

前述のように各ETFの運用成果はほぼ同じなので、「高いものが良い」とか「安かろう悪かろう」といったことはない。ましてや日銀の買入対象は日本を代表する運用機関のETFだ。いずれも最高品質の商品と考えてよい。

品質が同じなら、よりコストが安いETFを選ぶのが一般的だろう。実際、各ETFの信託報酬率と市中流通額の割合を見ると（図表2）、TOPIX型、日経平均型ともに低コストETFほど市中流通額の割合が大きい。

このことは、日銀以外の投資家がコストのより低いETFを好んでいることを示唆している。逆に言えば、高コストETFを保有しているのは主に日銀ということだ。

【図表2】各ETFの信託報酬率と市中流通額の割合



(注) 市中流通額の割合＝市中流通額÷時価総額、市中流通額は筆者推計
(資料) 日銀、Bloomberg、東証 HP より筆者作成

ただ、これは結果論でもある。従来、日銀は「各ETFの時価総額に応じて買入れる」という方法を採用してきた。これは時価総額が小さく品薄なETFを大量に買入れると適正な価格形成を阻害するなど、日銀がETF市場に弊害を与える可能性に配慮したためと推測される。

また、信託報酬率が相対的に高いETFは運用開始時期が早かったため、日銀が買入れを開始した2010年から買入対象になっていた。一方、相対的に低コストのETFは後発組であり、自社商品にコスト競争力を持たせるために信託報酬率を低く設定したと考えられる。

こうした歴史的な経緯もあるので、日銀が高コストETFを中心に保有している現状を一概に批判できるものではない（もう少し早く是正する余地があったことは否定しないが）。

【図表3】主な買入対象ETF

運用会社	タイプ	時価総額	日銀保有額	市中流通額	市中流通額の割合	信託報酬率
A社	TOPIX	105,477	102,468	3,009	2.9%	0.110%
B社	TOPIX	50,073	48,480	2,837	5.7%	0.110%
C社	TOPIX	48,393	46,066	2,327	4.8%	0.088%
D社	TOPIX	13,885	12,668	1,216	8.8%	0.078%
E社	TOPIX	2,977	1,842	1,135	38.1%	0.060%
F社	TOPIX	1,787	1,467	320	17.9%	0.078%
A社	日経平均	56,638	48,714	7,924	14.0%	0.220%
C社	日経平均	26,513	24,013	2,500	9.4%	0.225%
B社	日経平均	26,177	21,866	4,312	16.5%	0.160%
D社	日経平均	12,846	10,228	2,618	20.4%	0.170%
E社	日経平均	5,368	2,932	2,436	45.4%	0.105%
F社	日経平均	2,836	1,427	1,409	49.7%	0.155%
G社	日経平均	882	313	569	64.5%	0.140%
TOPIX計		222,590	212,991	10,844	4.9%	---
日経平均計		131,260	109,493	21,768	16.6%	---
JPX日経400計		19,160	6,416	12,744	66.5%	---

(注) 日銀保有額と市中流通額は筆者推定、2020年4月末時点（単位：億円）
(資料) 日銀、Bloomberg、東証 HP より筆者作成

4—新ルールで買入額・保有残高はどう変わるか

次に、今後の買入額と保有残高がどう変わるか検証してみよう。図表3最下段のとおり、指数ごとの合計額では時価総額はTOPIX型が日経平均型の2倍弱だが、市中流通額は日経平均型が約2倍となっている。また、JPX日経400型も時価総額では見劣りするが、市中流通額ではTOPIX型を上回る。このため新ルールでは日経平均型とJPX日経400型の買入額が増えると想定される。

また、各ETFの市中流通額は時価総額ほどの差がないので、新ルールによって相対的に時価総額が小さいD社～F社のETF購入額が増えることが予想される。

試算結果を図表4に示す。まずタイプ別ではTOPIX型の買入額が5,687億円減る一方、日経平均型は2,124億円の増加、JPX日経400型も3,563億円増える結果となった。運用会社別ではA社が9,769億円の減少で最もマイナスの影響を受ける。C社と合わせて1兆円を超える減額となりそうだ。

その分、B社およびD社～G社は増額となる見通しだ。特に旧ルールでは1,000億円に満たなかったE社は6倍強の年間5,983億円に、従来579億円に過ぎなかったF社は3.7倍の2,158億円に増える。この試算結果に近い買入れが実施されれば、ETF市場におけるD社～F社の存在感は徐々に高まるだろう。

【図表4】年間買入額の変化（試算）

タイプ	旧ルール		新ルール		差異	
TOPIX	50,951	84.9%	45,264	75.4%	-5,687	-9.5%
日経平均	5,278	8.8%	7,402	12.3%	2,124	3.5%
JPX日経400	771	1.3%	4,334	7.2%	3,563	5.9%
賃上げ	3,000	5.0%	3,000	5.0%	0	0.0%
合計	60,000	100.0%	60,000	100.0%	0	0.0%

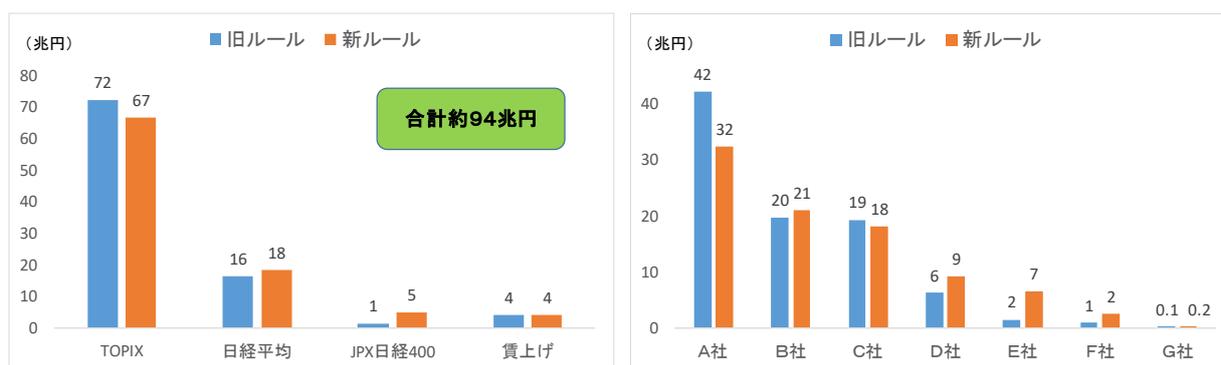
運用会社	旧ルール		新ルール		差異	
A社	26,736	44.6%	16,967	28.3%	-9,769	-16.3%
B社	12,609	21.0%	13,846	23.1%	1,237	2.1%
C社	12,226	20.4%	11,018	18.4%	-1,208	-2.0%
D社	3,846	6.4%	6,835	11.4%	2,989	5.0%
E社	969	1.6%	5,983	10.0%	5,014	8.4%
F社	579	1.0%	2,158	3.6%	1,579	2.6%
G社	35	0.1%	194	0.3%	158	0.3%

(注) 時価総額等は20年4月30日時点で固定、買入額は年間6兆円(単位:億円)
(資料) 日銀、Bloombergより筆者作成

新ルールで年間6兆円買い続けた場合の「10年後の残高」を試算した結果が図表5だ。新ルールで買入額が減るTOPIX型が約5兆円少なくなる（72兆円→67兆円）一方、日経平均型とJPX日経400型はそれぞれ2兆円、4兆円ほど増える。全体では94兆円と、現在の国の一般会計に近い。

運用会社別ではA社が10兆円規模でマイナスの影響を受けるが、B社とC社は1兆円程度の増減にとどまり、大手3社の中でも明暗が大きく分かれる。飛躍的に伸びるのがE社で、10年後の残高は旧ルールと比べて4.3倍になる計算だ。

【図表5】10年後の保有残高（試算）



(注) 図表4と同じ（単位：兆円）
 (資料) 日銀、Bloombergより筆者作成

5—コスト低減効果は極めて限定的

今回のルール変更により20年5月以降、日銀は相対的に低コストのETFを従来よりも多く買入れることになった。コスト低減効果が期待されるわけだが、ここで重要なのは、日銀が負担するコストは紛れもない国民負担ということだ。

しかも信託報酬は日々ファンドから自動的に差し引かれるので、信託報酬率が高いETFほど資産価値の目減りが大きい。これは日銀の決算書には明記されない“隠れ負担”である。

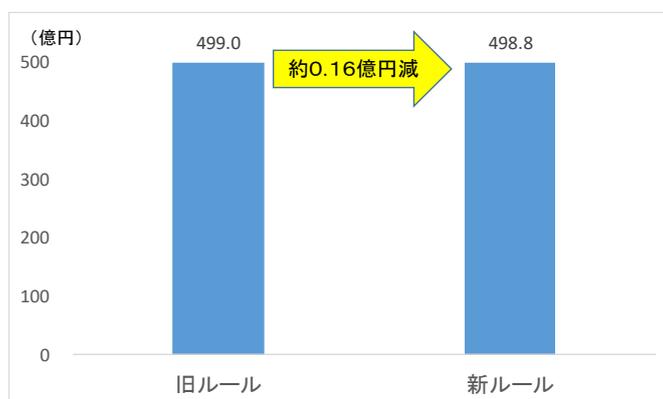
こうした指摘に対して日銀は「分配金で信託報酬を賄えている」と説明しているが、「賄えれば良い」という話だろうか。前述したとおり、分配金を含むETFの運用成果（コストを除く）は各社でほとんど差が無いのだから、コストが低いに越したことはない。費用対効果の問題だ。

その意味では今回の買入れルール変更で問題点が大きく是正されるように映るが、実はコスト低減効果は極めて限定的だ。

日銀が年間6兆円ペースで買入れると仮定して試算してみると、向こう1年間（20年5月～21年

4月)の信託報酬は旧ルールで499.0億円、新ルールでも498.8億円でほとんど変わらない。厳密には約0.16億円減るものの、文字通り“焼け石に水”だ。

【図表6】向こう1年間の信託報酬額は横ばい(試算)



(注) 図表4と同じ(単位:億円)

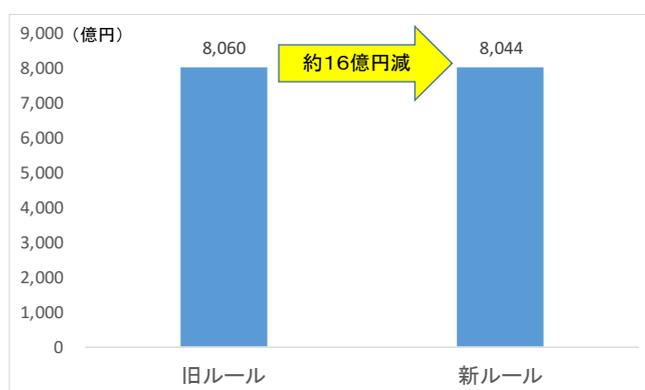
(資料) 日銀、Bloomberg、東証HPより筆者作成

新ルールによるコスト低減効果が限定的なのは、そもそも信託報酬は保有するETFの残高全体に課されるからだ。端的に言えば、新ルール下で買入れる年間6兆円のETFはコストが下がるが、既に保有している約34兆円(4月末時点)のETFは高コスト体質が放置されるという単純な理由に過ぎない。

言い換えると、新ルール下での買入れが進むほど全体のコスト率は徐々に下がる。そこで、仮に今後10年間、日銀が年間6兆円ペースで買入れを続けた場合の信託報酬の差を試算した(10年間も買い続けることに筆者は明確に反対の立場だが)。

結果は図表7のとおりで、10年間の累計でも新ルールによるコスト低減効果は16億円に満たない。旧ルールの8,060億円に対するコスト低減効果は0.2%で、やはり極めて限定的と言わざるを得ない。

【図表7】今後10年間の信託報酬の累計額(試算)



(注) 図表4と同じ(単位:億円)

(資料) 日銀、Bloomberg、東証HPより筆者作成

6—まとめと考察

日銀がETFの買入れルールを変更したことで、20年5月以降については年間6兆円のうちTOP I X型の買入額が約5,600億円減り、代わりに日経平均型を約2,100億円、JPX日経400型を約3,500億円それぞれ増額することになる（4月30日時点のデータによる試算）。

また、今回の変更では結果的にコスト（信託報酬率）が低いETFを従来よりも多く買うことになるため、運用会社ごとに買入額の増減が生じる。年間買入額が最も減少するA社は約1兆円の減額で、年間6兆円に対する買入額シェアは44.6%から28.3%に低下する。

一方、主な買入対象ETFの中で信託報酬率が最も低いE社は5,000億円ほどの増額となり（約1,000億円→約6,000億円）、買入額シェアも1.6%から10.0%に飛躍的に伸びる。これらの結果、A社に集中していた買入額シェアがなだらかになるため、ETF業界の競争促進に繋がることも期待される。

ただ、実際に日銀が（実質的には国民が）負担する信託報酬は高止まりのまま。なぜなら信託報酬は保有するETFの残高全体に掛かるため、4月以前に買入れた34兆円については高コスト体質が放置される。試算すると今後1年間の信託報酬、つまり保有コストは約500億円と推定されるが、新ルールによるコスト低減効果は1,600万円に過ぎず、焼け石に水だ。

新ルールによるコスト低減効果は徐々に拡大すると見込まれるものの、今後10年間の信託報酬は累計約8,000億円と試算される。これは旧ルールと比べて約16億円のコスト削減に過ぎない。

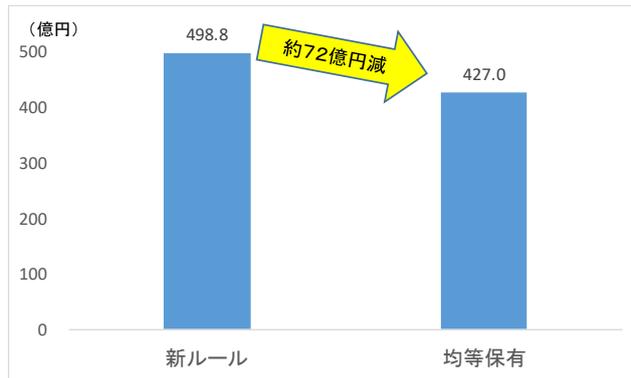
ETFは運用会社によって運用成果の差は殆どない。違うのは主にコスト（信託報酬率）と言っても過言ではなく、多くの投資家はよりコストが低い商品を選択する。信託報酬率が低いETFほど、新ルールの基準となった市中流通額（ETFの時価総額－日銀保有額）の時価総額に対する割合が大きいことが証左だろう。つまり、日銀以外の投資家の需要が大きいということだ。

日銀は資産運用が目的でETFを買入れているわけではないが、政策効果が同じならコストが低いに越したことはない。「交換・設定」というETF特有の仕組みを利用すれば、信託報酬率が最も低いETFに全額を乗り換えることも不可能ではないが、それは極端で現実的ではないだろう。

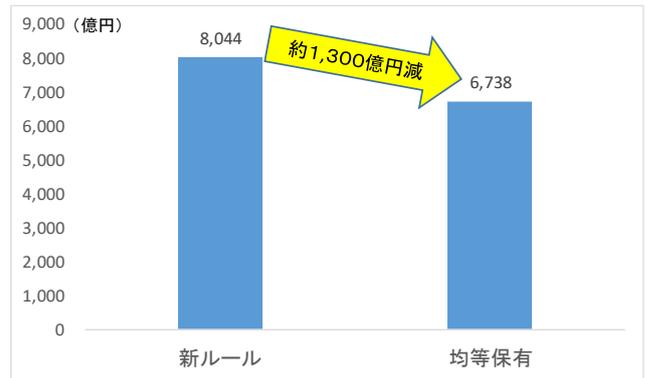
たとえば単純に指数ごとに各運用会社のETFを均等に保有した場合（これはこれで“横並び批判”を受けると思うが）、向こう1年間の信託報酬は72億円ほど減る（削減率は14.4%）。今後10年間の累計では効果がさらに大きく、コスト削減額は約1,300億円（同16.2%）にのぼる。

【図表8】各社のETFを均等に保有した場合（試算）

向こう1年間の信託報酬額



今後10年間の信託報酬の累計額



(注) 指数ごとに各運用会社のETFを均等に保有した場合、年間買入額は6兆円（単位：億円）
 (資料) 日銀、Bloomberg、東証HPより筆者作成

2010年に日銀がETFを買い始めた当初は、買入額が年間0.45兆円程度に過ぎなかったうえETFの種類も限られたので、ETFの時価総額に応じて買入れる旧ルールが適切だったと考えることもできる。しかし、13年に異次元緩和を開始して以降、1兆円→3兆円→6兆円と年間買入額の増額を繰り返してきた。

日銀自身も可能ならETFの買入額を減らしたり、保有残高を引き下げたいと考えているだろう。しかし、期せずしてコロナ禍で年間の買入額を一時的に12兆円に引き上げる結果となった。

日銀が保有するETFの時価残高は34兆円を超え、早ければ20年内にも世界最大の日本株投資家であるGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）を超える可能性もある。今後も増加が見込まれるETF保有コストについても真剣な議論が求められているのではないかと。

以上

【参考】ETF運用会社別の信託報酬額（試算）

向こう1年間の信託報酬額

運用会社	旧ルール	新ルール	差異
A社	242	237	-5
B社	97	98	1
C社	101	101	-1
D社	30	31	1
E社	5	7	2
F社	4	5	1
G社	0	1	0

今後10年間の信託報酬の累計額

運用会社	旧ルール	新ルール	差異
A社	3,864	3,413	-451
B社	1,620	1,714	94
C社	1,564	1,499	-66
D社	456	590	134
E社	84	258	174
F社	69	158	89
G社	7	18	11

(注) 図表4と同じ（単位：億円）
 (資料) 日銀、Bloomberg、東証HPより筆者作成

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。