

# 日銀のETF購入と株式市場

## 日本株の下支え効果の検証と内包するリスク

市場調査部エコノミスト

大塚理恵子

03-3591-1420

rieiko.otsuka@mizuho-ri.co.jp

- 市場に日銀の追加緩和期待が煽るが、国債の買入れの持続可能性が議論される中でETF購入の強化が日銀の更なる追加緩和策として有力視されつつある。
- 日銀は、昨年追加緩和以降にETF購入の頻度・金額とも増加させており、株価下落局面で一定の下支え効果を発揮している。日銀の買入れ余力を考えると、当面下値を支えると見込まれる。
- 日銀によるETF購入は、ETF市場の拡大にも寄与している一方、潜在的には需給を歪め適正な価格形成を妨げるリスクや日銀の出口戦略を困難にさせるリスクも併せ持っている。

### 1. 市場で有力視されるETF買入れ強化による金融緩和

4月末に日銀は金融政策決定会合を開催するとともに、「経済・物価情勢の展望」を発表する予定である。黒田日銀総裁は4月7日・8日に行われた金融政策決定会合後の記者会見で「2015年度を中心とする期間に物価目標2%に達する可能性が高い」との従来の物価見通しを示している。展望レポートでも強気の経済・物価見通しを維持し金融政策も据え置く可能性が高いと予想されるが、市場関係者の一部には昨年10月に続くサプライズの追加緩和への期待もあるようだ。仮に4月末に金融政策が維持されたとしても、原油価格下落の影響により物価の当面の低下基調が見込まれており、追加緩和への期待が高まり易い状況は続くだろう。

日銀は、2014年10月末に決定した追加緩和で国債と指数連動型上場投資信託（ETF）及び不動産投資信託（J-REIT）の保有額の増加ペースを拡大した。しかし、国債の買入れについては中長期的な持続可能性が日銀内でも議論される等、将来的には困難になる事態も指摘されている<sup>1</sup>。こうした中、市場規模から見て購入余力のあるETFの買入れ強化が更なる追加緩和策として有力視されつつある。本稿では株式市場への影響も注目される日銀のETF購入について、考えてみたい。

### 2. 追加緩和で1回の買入れ金額が増額され急増する日銀のETF保有残高

日銀がETFの買入れを開始したのは、ETFの他、国債やCP、J-REIT等の資産買入れの基金を創設した2010年10月の金融緩和以降である。ETFの当初の買入れ対象は日経平均株価とTOPIXに連動したもので、買入れ限度額は0.45兆円であった。その後、東日本大震災や景気後退、デフレへの対応として金融緩和策は強化された。ETFの買入れ残高の上限も徐々に引き上げられ、2013年4月の「量

的・質的金融緩和」導入の直前には2.1兆円まで拡大されていた（2012年末の日銀のETF保有残高は1.5兆円）。「量的・質的金融緩和」では、2012年末の保有残高を基準に年間1兆円のペースで購入を進めることとなった。さらに、2014年10月の追加緩和により、買入れ対象にJPX日経インデックス400に連動したものが追加され、購入ペースは年間3兆円に拡大された（図表1）。

実際の日銀のETF購入実績を見てみると、2013年4月の異次元緩和後、1回の購入金額は大きく変化していないものの、購入頻度が高まっている（図表2）。2011年は東日本大震災後の株式相場の下落を受けて日銀がETFを購入した営業日数は41営業日であった。2012年には22営業日にまで減少したものの、2013年は57営業日、2014年には74営業日と増加している。さらに、2014年10月の追加緩和以降は、頻度も高まっている一方で、1回の購入金額もそれまでの100億円～200億円程度から毎回約350億円に増額されている。

### 3. 株価下落局面で買い入れられることで発揮される下支え効果

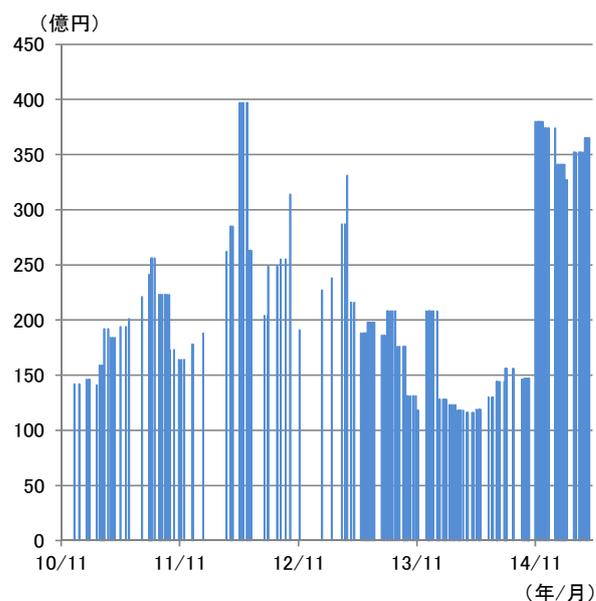
では、日銀は追加緩和以降にどのような局面でETFの買入れを実施しているのだろうか。2014年11月から2015年3月までに日銀がETFの買入れを実施した営業日数は33営業日に上るが、2営業目を除き、日経平均株価の前場終値が前日の終値を下回っている日に購入されている。日経平均株価の前場終値が前日終値を下回った営業日を集計すると、7割以上の営業日で日銀はETFを買い入れている（次頁図表3）。さらに、そのうち約6割で後場にかけて日経平均株価は持ち直しており、市場の期待も加わって、日銀のETF購入が日本株の下落局面で下値を支えていることがうかがえる。現在の日銀のETF保有残高である4.7兆円から2015年末の保有残高上限まではまだ約2兆円の買入れ余力がある。

図表1 日銀のETF保有残高と上限



(注) 保有残高は2015年4月20日時点。  
 (資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

図表2 日銀によるETF購入の実績



(資料) 日本銀行より、みずほ総合研究所作成

る。また、E T Fの時価総額は2015年3月末で約40兆円に及んでおり、市場規模から見ても買入れ余力は相応にある。こうした日銀の買入れ余力を背景に、当面、日銀によるE T F購入及びE T F購入への期待は日本株の下落局面で下支え効果を発揮すると見込まれる。

#### 4. E T F市場の拡大にも寄与する一方、内包するリスク

日銀によるE T Fの買入れはE T F市場の拡大にも寄与している。上場しているE T Fの銘柄数の推移を見てみると、日銀による購入が開始される前の2010年3月には112本であったのが、2015年3月には180本と約6割増加している。また、時価総額も7兆円から40兆円へと約5倍以上になる等、市場の拡大は顕著である。日本のE T F市場の発展には、2007年に外国E T Fの上場制度が整備されたこと等制度面の拡充も寄与したが、日銀によるE T F購入も市場拡大に弾みをつけたと言えるだろう。但し、W F E（国際取引所連合）のデータによれば、2015年1月時点で日本の上場E T Fの本数は、全世界のE T F市場の約3%に留まっている。例えば、ニューヨーク証券取引所の上場E T Fの本数は1,470本と日本とは大きな差異があり、日本のE T F市場には更なる成長余地があるだろう。

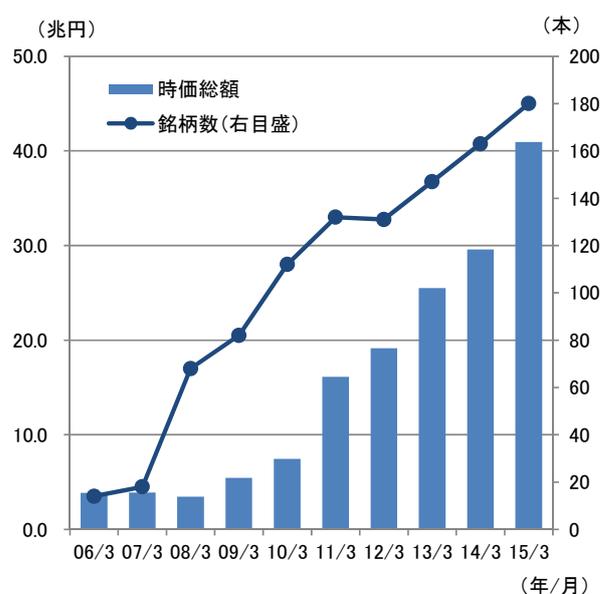
一方、日銀によるE T F購入には、潜在的にはリスクも併存する。第一に、前項で述べた日本株の下支え効果について、一部に公的年金の株式への資金流入と併せて日本の株式相場を「官製相場」と指摘する向きもあるが、需給の操作により価格形成が歪められる可能性がない訳ではない。株価指数は個別企業の業績を反映した株価から構成される。現在の株価指数の水準はP E R（株価収益率）等のバリュエーションから見ても適正な水準であり、個別企業の業績等の実体から説明可能であるものの、将来的には実体とかい離した株価指数の上昇に繋がりが得る点は気がかりである。第二には、日銀

図表3 日経平均株価と日銀のE T F購入

(営業日)	前場終値が前日終値を下回った営業日数	うち、日銀がETFを購入した営業日数	うち、終値が前場終値を上回った営業日数
11月	7	6	4
12月	9	5	2
1月	10	10	6
2月	6	4	2
3月	9	6	4
合計	41	31	18

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

図表4 E T Fの時価総額に銘柄数



(資料) NEEDS-FinancialQUEST、東京証券取引所より、みずほ総合研究所

の出口戦略を困難にさせる懸念である。日銀が2015年に続き、2016年も年間3兆円のペースでETFを購入したとすると、2016年末には日銀のETF保有残高は9.8兆円に達する。日銀が購入対象としている日経平均株価とTOPIX、JPX日経インデックス400に連動するETFに限った時価総額の合計は2015年3月末に約12兆円である。株価が上昇すれば時価総額も増額されるが、日銀が保有するETF残高がETF市場に占める割合は大幅に増加するだろう。こうした状況で仮に市場で日銀が買い入れた株式を売却する観測が浮上すれば、混乱を伴う可能性もあり、日銀と市場との対話の重要性は増す。

追加の金融緩和策として有力視されるETFの買入れ強化だが、上記のような内包されるリスクを鑑みれば日銀内でも慎重に議論が進められることとなるだろう。

---

<sup>1</sup> 野口雄裕（2015）「国債市場の不安定化と金融政策～市場の流動性低下と国債買入れの持続性」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年3月31日）

●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、商品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。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。