

日本銀行のETF買入政策に残された課題

～出口戦略と並行した議論の必要性～

ニッセイ基礎研究所 上席研究員 チーフ株式ストラテジスト

井出 真吾



1. ETF買入方針を変更

日本銀行は21年3月の金融政策決定会合でETF（上場投資信託）の買入方針を変更した。主な変更点は年間買入額のメドである「原則6兆円」を削除したことと、今後の買入対象をTOPIX（東証株価指数）連動型ETFに限定したことだ。

日銀のETF買入政策に対しては、「市場機能を歪める」、「投資家の投資機会を奪っている」などの弊害が以前から指摘されていたが、日銀はこれらの指摘を否定しつつ買入れを続けてきた。こうした中、昨年には日銀の

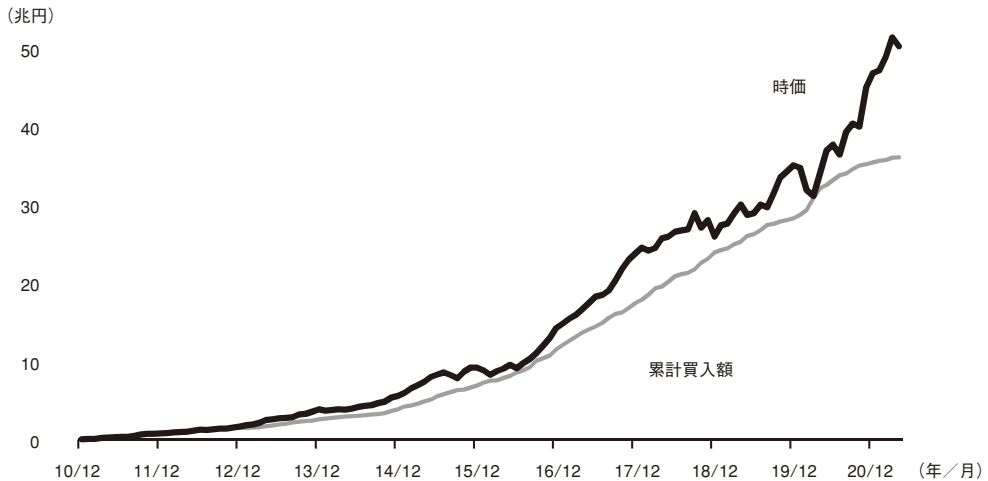
ETF保有額がGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の日本株保有額を超えたことが注目され、また、今年2月には日経平均が約30年半ぶりに一時3万円を回復するなどの株価上昇を受けて「日銀はETFの買入れを続ける必要があるのか」といった疑問の声も増えていた。それでも日銀は3月の決定会合で買入額の「上限12兆円」を残したうえ、「感染症収束後も継続する」と付け加えた。黒田総裁も会見で「ETFの買入れをやめるとか、縮小する意図は一切ない」旨を繰り返し強調した。

また、買入れが一部の銘柄に偏ることを理由に、日経平均型およびJPX日経400型ETFを今後の買入対象から除外した。かねて指摘されていた弊害を一部認めた形だが、対象をTOPIX型ETFに絞ったうえで、今後も年間0～12兆円の範囲で買入れを続けることになる。

〈目次〉

1. ETF買入方針を変更
2. 時価50兆円、世界最大の日本株保有者
3. 残された課題
4. おわりに

(図表1) 日銀のETF保有額は50兆円を超えた模様



(資料) 買入額は日銀、時価は筆者推計

2. 時価50兆円、世界最大の日本株保有者

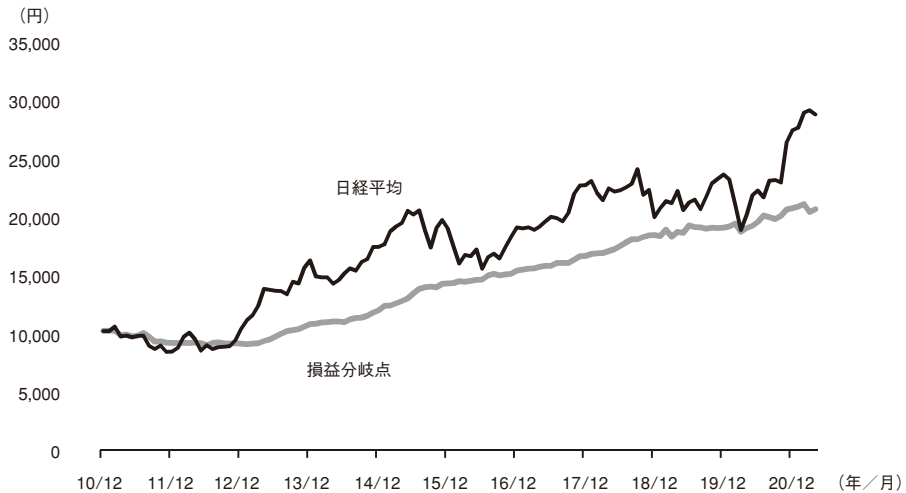
日銀のETF買入状況を概観すると(図表1)、2010年12月の買入開始から21年4月までに累計36.1兆円分のETFを購入した。白川方明総裁時代に異例の措置として買入れを開始した当初は0.45兆円を上限としていたが、黒田東彦総裁が就任すると年間1兆円(13年4月)、3兆円(14年10月)、6兆円(16年7月)と段階的に買入目標額を増やしたことで、累計買入額は加速度的に増加した。コロナショックに見舞われた20年3月には臨時の決定会合で「上限12兆円」を付け加え(年間目標の6兆円は据え置き)、買入枠を実質的に拡大した。

日銀は保有するETFをこれまで売却したことがなく、最近の株価上昇で時価ベースでは50.2兆円に膨らんだ(4月末時点の推定値)。昨年11月には時価でGPIFの日本株保有額を超えたとみられ、名実ともに世界最大の日本株保有者になった。

3. 残された課題

日銀が過去10年超にわたり累計36兆円を超えるETFを買い続けた結果、株式市場は「日銀が買い支えてくれる」といういわば“依存症”に陥った。張本人の日銀は弊害や副作用を一部認めつつも、現実問題として(姿勢だけでも)買入れを続けざるを得ない状況だ。ただ、3月の方針変更以降、日銀は「メリハリをつけて買う」と表明していることから、

(図表 2) 日銀ETFの損益分岐点は上昇傾向



(資料) 損益分岐点は筆者推計、日経平均はQUICK

コロナショックやリーマンショックのように市場が大きく混乱しなければ実際の買入額は徐々に減らすことができるかもしれない。それでも保有するETFを売却するには程遠く、「日本株の最大株主」であり続けることは変わらないだろう。こうした前提に立ち、残された課題を考察したい。

(1) 買入額の縮小

今回の方針変更で年間買入額の「原則6兆円」を削除した結果、「0～12兆円」と幅を持たせた形だが、最も肝心なのは実際の買入額をできるだけ縮小することだ。TOPIX型のETF買入は赤字が続く企業の株式も機械的に買い続けることになるため、「日銀が株価を下支えすることでゾンビ企業を延命させ、経済の新陳代謝を促す本来の市場機能を

妨げる」、「企業のガバナンスに悪影響を及ぼす」等の弊害が指摘されている。また、買入れを続けるほどETF保有額を最終的にゼロにする「出口」が遠のくことは言うまでもないが、他にも日銀にはETF保有額の増加ペースを抑制すべき事情がある。

日銀は毎年度の利益を国庫納付金として国の一般会計に納めるが（準備金や配当への充当分を除く）、決算期末にETFが含み損を抱えていれば引当金を計上するルールになっている。この場合、引当金を計上した分だけ国庫納付金が減り、国民負担が生じる。筆者の試算では、コロナショックで株価が急落した20年3月、ETFの含み損が一時約3.5兆円に膨らんだ。買入れを開始した2010年以降に日銀が得たETFの分配金の累計額（約1.7兆円）を一気に吹き飛ばす状況だった。その後、株

価が反転し20年3月末の決算期末は辛うじて約0.3兆円の含み益となったが、今後も株価が大きく下落して含み損が生じる可能性は否定できない。当然、その場合は保有額が大きいほど国民負担も大きくなるうえ、日銀は国会などで説明を求められることになるだろう。

この観点からは保有するETFの損益分岐点が日銀にとっての防衛ラインとなる。4月末時点の損益分岐点は日経平均に換算して2万700円程度と推定され、これより高い株価水準でETFを買うと損益分岐点が上昇する。これは株価下落への耐性が弱まることを意味しており、日銀に限らず国民にとっても不都合にはかならない。それでも株価が大きく下落することがあれば、日銀は「上限12兆円」を根拠にETF買入に動くだろうし、市場でも日銀に期待する声が増えるだろう。しかし、筆者はこの点に大きな誤りがあると考えている。株価評価は本稿の目的ではないので詳細は割愛するが、株価下落時に“下値メド”とされるPBR（株価純資産倍率）1倍相当の日経平均は2万3,400円程度であり（5月21日時点）、仮に日経平均が2万円程度まで下落することがあっても、それは一時的で済むはずだ。言い換えると、何らかのショックで必要以上に（経済のファンダメンタルズに見合う水準よりも）株価が下がれば国内外の投資家を買うので、日銀の出動は不要ではないだろうか。市場とはそういうものだ。

(2) ESG・SDGsを考慮

昨年、日銀は世界最大の日本株保有者となった。GPIFと違って投資目的ではないが、実質株主および市場参加者としての日銀の責任が重くなったことは言うまでもない。今年3月に日銀が公表した「点検」の目的は「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくため」であり、点検結果と同時に公表した声明文でも「感染症収束後も継続する」と付け加えた。今後も日本株市場において最大級の参加者であり続けることを自ら示唆した形だが、日銀はETF買入においてESG等を考慮していない点は改善余地があろう。

もっとも「2%の物価目標とESGは関係ない」との考え方もあるが、「金融政策だからといってESGに配慮しなくてよいのか」との指摘に反論の余地はない。現にGPIFほか世界中の大手機関投資家だけでなく、欧米の主要な中央銀行も金融政策においてESG等を考慮している。

具体的にみてみよう。現在、日銀が保有するのは、TOPIX、日経平均、JPX日経400の各株価指数に連動するETF、設備投資およ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で、いずれもESGやSDGsを謳っていない。例えば保有額が最も大きく現在唯一の買入対象であるTOPIXは、東証1部に上場する全ての銘柄を時価総額（浮動株ベース）に応じた構成比で組み入れた株価指数である。したがって温暖化ガスや海洋汚染物質を大量に発生させる企業、人権

(図表 3) ESG、SDGs関連の日本株ETF

対象指数	コード	ETF名称	純資産
MSCI日本株女性活躍指数	1652	ダイワ上場投信－MSCI日本株女性活躍指数（WIN）	15
MSCI日本株女性活躍指数（セレクト）	2518	NEXT FUNDS MSCI日本株女性活躍指数（セレクト）連動型上場投信	55
MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	1653	ダイワ上場投信－MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	63
FTSE Blossom Japan Index	1654	ダイワ上場投信－FTSE Blossom Japan Index	26
	1498	One ETF ESG	143
S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数	2560	MAXISカーボン・エフィシエント日本株上場投信	20
	2567	NZAM 上場投信 S&P/JPXカーボン・エフィシエント指数	282

(注) 21年5月11日時点、純資産は億円

(資料) 東証ホームページより作成

問題に抵触する恐れのある企業、不祥事などがバナンスに問題がある企業であっても機械的に買入れ・保有し続ける。

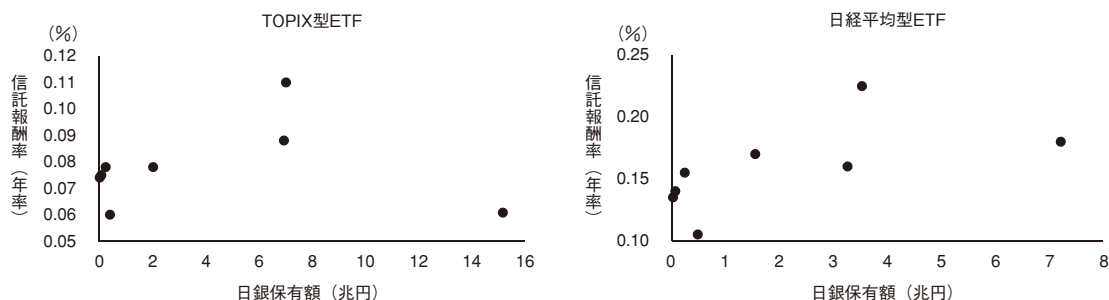
もともと、図表3のとおりESG・SDGs関連の日本株ETFは市場規模が小さい。また、巨額の買入れに耐え得る株価指数（TOPIX等）がESGを考慮する仕組みになっていないのだから「仕方ない」と日銀を擁護することもできる。

しかし問題の本質は、今回の「点検」でもESG等に全く触れなかったように、日銀が運用機関任せで自らアクションを起こそうとしないことだろう。個別株の株主は株主総会で意見表明できるが、ETFの場合は実質的な株主であるETFの運用機関が議決権を行使する仕組みだ。日銀などETFの受益者（保有者）は間接的に株式を保有しているに過ぎず、意見表明の直接的な機会は与えられていない。実際、運用機関は「投資家の責任原則（スチュワードシップ・コード）」に則して議決権を行使し、その内容を個別に公表してい

る。このため日銀は「ETF買入れが上場企業のガバナンスに悪影響を及ぼす」との指摘に対して、「ETFの運用機関がきちんと議決権を行使しているので問題ない」と反論している。また、ある運用機関が議決権の行使結果を説明しようと日銀に打診したところ、日銀は運用機関の申し出を断ったと聞く。民間不介入を優先したのかもしれないが、せめて議決権行使結果をESGの観点からチェックし、必要があれば運用機関に対して意見を表明してもよいはずだ。

ところで、投資家の間では「ESGを考慮しても投資成果に結びつかないのではないか」という議論もある。この答えはまだ出ていないし、筆者もESGを考慮することが投資で成功するための「十分条件ではない」と考えている。場合によってはESGを意識するあまり投資成果を犠牲にすることもあるだろう。だが、投資収益を追求することが大きな目的である投資家と違って、日銀は「買うこと（市場心理を刺激すること）」が目的である以上、

(図表4) 高コストETFの大量保有も



(注) 日銀保有額は筆者推定、信託報酬以外の費用は考慮せず
(資料) 日銀、Bloomberg、東証HPより筆者作成

良くない投資成果をある程度容認できるはずだ。もっとも投資目的ではないとはいえ日銀がETFから得る損益は国民に帰属するので公明な議論が必要だが、日銀の行動変化が投資家にも波及すれば少なくともグローバル社会にとって基本的に好ましいことであり、日銀が日本株市場の最大の参加者としての大きな責任を果たすことにも繋がるだろう。

(3) 政策コストの見直し

ETFの保有者は信託報酬(運用・管理費用)というコストを負担する。主に運用機関や信託銀行の運用実務等の対価で、日銀はこれまでに推定2,100億円超の信託報酬を負担してきた(別途、監査費用や指数利用料を負担するETFも少なくない)。実際は投資家や日銀が別途支払うわけではなく、保有時価に対して「年率〇%」という形で各ETFの純資産から日々差し引かれる。このため信託報酬として負担した費用が日銀の決算書には記載されない。

ところが実際はETFによって信託報酬率にバラツキがあり、日銀の保有額が大きいETFは信託報酬率が高いものが目立つ(図表4)。当然、日銀の負担額(実質的に国民負担)も大きくなるばかりか、ETF業界の価格競争を阻害しているという批判もある。重要なのは、日銀が保有するETFはTOPIXや日経平均に連動するように運用されるので、運用機関が違ってても運用成果に違いがほとんど無いことだ。ましてや、いずれも日本を代表する運用機関のETFだ。いずれも最高品質で差が無いと考えてよい。

日銀にはETFを売却する計画は無く、今後も保有する間ずっと信託報酬を負担し続けるのだから、品質が同じならコストが安いETFを選ぶのが一般的だろう。要は費用対効果の問題で、実は日銀内部にも「もっと安くできないか」という声があるという。具体的には、TOPIX型など同一カテゴリー内で信託報酬率が高いETFから安いETFへ乗り換える方法が考えられる。筆者の試算では現

(図表5) 保有比率上位5社

コード	企業名	保有比率	保有比率	
			TOPIX型	日経平均型
6857	アドバンテスト	25.2%	4.5%	20.2%
9983	ファーストリテイリング	20.7%	1.5%	19.0%
6762	TDK	20.6%	4.5%	15.6%
6976	太陽誘電	20.1%	4.1%	15.5%
5707	東邦亜鉛	19.7%	4.8%	14.8%

(注) 21年3月末時点の推定

(資料) 日銀、Bloombergより筆者作成

在の保有構成だと1年間の信託報酬は592億円だが、TOPIX型など各カテゴリ内で最も安いETFに乗り換えると399億円で済む。これは極端な方法だが、約33%のコスト削減になる。運用機関と既存の信託報酬率を引き下げる交渉をすることも含め検討は必要だろう。

(4) 日経平均型ETF等の保有削減

今回の方針変更で買入対象から除外したETFの保有削減も検討に値する。誤解を招かぬように付しておくが、“削減”と言っても保有総額を減らすのではなく、日経平均型等をTOPIX型に置き換える方法だ。というのも日経平均型は保有額全体の約3割に過ぎず、決して多くないように思われるかもしれない。しかし図表5のとおり、個別企業レベルでは日銀が発行済株式の20%以上を間接保有する企業が4社ある(10%以上は75社)。この4社はいずれも日経平均型での保有比率が15%を超えている。

一般に議決権所有比率が20%以上の場合、

持分法適用会社として親会社の連結決算に反映させる必要がある。日銀は株式を直接的に所有していないので、日銀の決算書にこれら企業の業績を反映させることは制度上ないものの、日銀が買入対象ETFをTOPIX型に限定した理由はこうした「偏り」にある。

前述のとおり、今後は東証1部全銘柄を時価総額比例(浮動株ベース)で構成したTOPIX型ETFのみを買うことに変更した。幅広い銘柄を企業規模(“身の丈”)に応じて買うので、偏りを大きく助長することはないだろう。それでも過去に買った分の偏りが是正されることはない。実際、ファーストリテイリングの筆頭株主は20.7%を保有する同社会長兼社長の柳井正氏だ(自己株式を含む発行済株式数ベース、2020年8月時点)。図表5のとおり日銀は20.5%で実質第2位とみられるが、TOPIX型ETFをあと2.5兆円購入すると柳井氏の保有比率を超える計算だ。

ETFを売却せずに根本的な解決を図るには、過去に買った日経平均型などのETFをTOPIX型に順次置き換えることが考えられ

る。仮に全てTOPIX型に置換した場合、発行済株式数の20%以上を保有する企業は無くなり、10%以上も16社に減る。さらに保有比率の最大値は11.3%に下がる（現在はアドバンテストの25.2%）。一部を先ほどのESG型ETFに置き換える方法も検討に値しよう。いずれの場合も日経平均の下落圧力になるが、一時的な需給の緩みで済む可能性が高いだろう（繰り返すが、市場とはそういうものなのだから）。

■ 4. おわりに

50メートル走のつもりで走り始めたが、いつの間にかフルマラソンになり鉄人レースになり、今やゴールがあるのかも分からない。その結果、日本株の実質保有額が世界最大になり、効果よりも弊害が目立つようになった。

本稿で挙げた課題については、買入れ当初に上場しているETFが少なかった等、やむを得ない事情もあり全否定されるものではない。日銀も買入割合などのマイナーチェンジを実施してきた。一方、規模拡大を繰り返しつつ買入れを続けた政策そのものの是非については、改めて外部の検証が必要だろう。

昨年11月にラジオNIKKEIが実施したアンケートでは55.7%が日銀のETF買入に「大反対」または「反対」と回答した（大賛成・賛成は34.5%）。また今年2月に日経CNBCが同様のアンケートを行ったところ約49.5%が「反対」であった（賛成は31.5%）。回答者か

らは「中央銀行がやって良いことといけないことがある」などの神学論争的なコメントも複数寄せられた一方、「もう少し株価が下がったら買おうと思っていたのに、目の前で日銀に獲物を奪われた」など、投資家ならではの切実な想い（苦情）も目立った。

日銀には本稿で述べた課題のほか“出口（ETF売却）”の議論を積極的に進めてもらいたい、何よりも真っ当な投資家を惑わせないで欲しい。そうでなければ健全な株式市場の発展と投資家育成をも阻害しかねない。もっとも、日銀が点検結果で「市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行うことが効果的」としているのは、「Brexit（2016年）や感染症拡大時（2020年）のような状況を除いて買入れる必要はない」というメッセージとも受け取れる。筆者の思い過ごしかもしれないが、投資家が日銀を意識せずピュアに売買できる日が近づいているのであれば好ましいことだ。

