

市川レポート (No.407)

日銀のETF購入と出口戦略

- 景気の現状判断は据え置き、国債の買い入れペースは毎月変動するとして80兆円をめどを維持。
- 出口戦略の考え方も従来通り、ただETFの買い入れ減額は、理論的にはありうるとの見解を示す。
- ETFの買い入れはリスクプレミアム縮小に一定の成果、この先、買い入れ減額の検討余地はあろう。

景気の現状判断は据え置き、国債の買い入れペースは毎月変動するとして80兆円をめどを維持

日銀は6月15日、16日に開催した金融政策決定会合で、大方の予想通り金融政策の現状維持を決定しました。今回、市場で特に注目されていたのは、①国内景気判断の変更有無、②国債買い入れペースの変更有無、③出口戦略に関する黒田総裁の見解、の3点でした。まず①について、個人消費は「底堅さを増している」と表現を強めました。国内景気の現状判断は、「緩やかな拡大に転じつつある」という前回の判断を据え置きました。

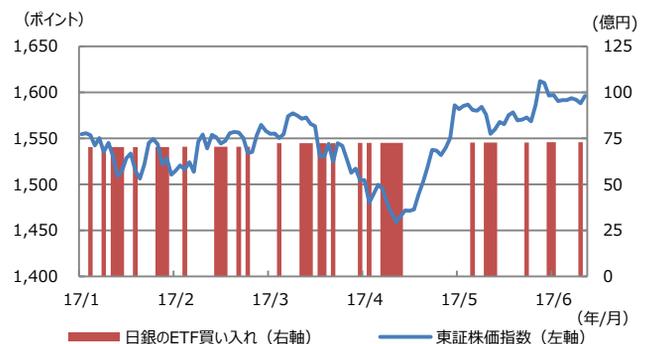
また②についても、「概ね現状程度の買い入れペース（保有残高の増加額年間約80兆円）をめど」という方針に変更はありませんでした。実際の国債買い入れペースは既に70兆円程度まで鈍化していますが、黒田総裁は6月16日の記者会見において、操作目標は長期金利であり、買い入れ額ではないこと、また買い入れ額は内生変数（金利操作の結果として決まるもの）であり、毎月ある程度変動すること、を強調しました。

【図表1：株価下落率とETF買い入れの有無】

順位	買い入れ実施日の下落率 (下落率の小さい順)		買い入れ見送り日の下落率 (下落率の大きい順)	
	月日	下落率 (%)	月日	下落率 (%)
1	4月17日	-0.010	2月9日	-0.299
2	3月23日	-0.059	1月24日	-0.283
3	2月20日	-0.133	5月26日	-0.282
4	3月16日	-0.134	3月6日	-0.277
5	2月1日	-0.263	3月30日	-0.276
6	2月23日	-0.351	5月15日	-0.242
7	1月18日	-0.360	4月28日	-0.225
8	3月15日	-0.361	5月31日	-0.218
9	3月8日	-0.377	2月2日	-0.204
10	2月16日	-0.391	3月29日	-0.186

(注) データは2017年1月4日から6月16日。下落率は東証株価指数 (TOPIX) について、前日終値から当日前場終値までの下落率を計算したもの。ETFは、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を含みます。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：ETF買い入れと東証株価指数】



(注) データは2017年1月4日から6月16日。ETFは、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を含みます。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

出口戦略の考え方も従来通り、ただETFの買い入れ減額は、理論的にはありうるとの見解を示す

そして③の出口戦略に関する見解についても、従来から変化はありませんでした。黒田総裁は6月16日の記者会見において、現時点で出口戦略に関する具体的なシミュレーションを公表するのは、かえって混乱を招く恐れがあるので、適切ではないとの見解を示しました。ただ、株価指数連動型上場投資信託（ETF）については、出口戦略の議論に先立って、買い入れを減らすことは理論的にありうると述べました。

黒田総裁によれば、国債買い入れによる金利操作と、リスクプレミアムを縮小するためのETFの買い入れは、完全に連動して動く必要はないとのこと。また同時に、ETF買い入れは金融緩和の一環であり、2%の物価安定目標と離れて「やめる」ことは、普通考えられないとしています。この点をやや深読みすれば、国債の買い入れを続けるなかで、ETFの買い入れを「やめる」ことはないまでも、減らす可能性はあると解釈できます。

ETFの買い入れはリスクプレミアム縮小に一定の成果、この先、買い入れ減額の検討余地はあろう

日銀がETFの買い入れを行う日は、東証株価指数（TOPIX）の前場の終値が、前日の終値から下落した日です。下落率については、過去、1%超下がると買い入れていましたが、2015年からは0.2%程度の下げでも買い入れるようになり、2015年半ば以降は下落率に明確な基準はみられなくなりました。その傾向は現在でも続いています。2017年の年初からの動きをみると、少なくとも下落率が0.3%を超える日は、買い入れを行っています（図表1）。

日銀による積極的なETFの買い入れの結果（図表2）、日経平均株価は2万円の水準を回復するようになり、リスクプレミアムの縮小には一定の成果があったと思われます。ただし、それでも一般に中央銀行が長期にわたって株式市場に直接関与し続けることは、健全な価格形成機能を損なう恐れがあり、好ましいものではありません。ETFの買い入れを減額しても、買い入れ自体を続ける限り、2%の物価安定を目標とする金融緩和の枠組みに沿っていることになるため、検討の余地はあるのではないかと考えます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員