

# 2018年8月31日 (Blog #1) 日銀によるETF買い入れ政策の真意は何であろう

株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ  
代表 伊藤 武

2010年に包括的金融緩和政策の実施を決定して以来日銀のETF買い入れが開始し、以後日銀は日経平均連動型ETF、TOPIX連動型ETF、JPX日経インデックス連動型ETFを、累計で20.4兆円買い入れていています。保有ETFの評価益を換算すると、時価総額は約26兆円と推定されます。7月末の東証1部上場銘柄の時価総額662兆円に対し、日銀は東証1部銘柄の3.9%を取得していることとなります。

日銀による日本株保有の意図は全く不明です。歴史的にも株価対策として公的資金が投入されてきたのは事実です。顕著な例として、1990年代のバブル崩壊後には公的資金が株価下落を防ぐ目的で利用され、PKO（プライス・キープ・オペレーション）と揶揄されました。丁度カンボジアへの自衛隊員派遣が国連平和維持活動（PKO）の一環として当時の大きな政治論争となり、株価浮揚策も同じ頭文字をなぞったのです。究極的銀行救済危機が顕在化した2002年には銀行株等保有株式取得機構が設立されたこともあります。

安倍政権が発足し、アベノミクス経済政策の一環として、日銀が一時的目的で株価浮揚を旨とする対策はある程度納得できる措置です。しかし当初の日経株価平均は10,000円を割る状態であったのに対し現在は変動しながらも、20,000円台の大台に乗せています。現時点で株価を吊り上げようとする試みは不自然であるといえるようがありません。

異次元金融緩和策（QE）として、日銀は年間80兆円の国債買い入れを実施し、6兆円の株式を購入することを公表しています。それに反し米国連邦準備理事会（FRB）は金融政策の正常化に転換し、政策金利を0.25%ずつ今年4回引き上げを予定しています。そしてQEの米国債買い付けで4.5兆ドルに膨れあがったFRB資産の取り崩しが進行し、当面は月間500億ドルの米国債売却予定となっています。欧州中央銀行（ECB）も昨年は6220億ドル相当のユーロ国債買い入れを今年は1/3に縮小し、秋以降はQEを打ち切ることも予想されています。

要するに今や世界で積極的な超金融緩和策の継続が予定されているのは日本だけとなってしまいました。その中、日銀の対応策としては、フォーワード・ガイダンス

(先行指導)という文言を利用し、金融政策の微妙な調整段階に入ってきました。国債買入れ策は金融政策の中心として今後も継続すれども、株式購入の大義名分は消滅しています。

日銀によるETFの買い入れの弊害も顕著になることが懸念されます。世界最大の年金基金で、最大の日本株投資家は日本の年金積立管理運用独立行政法人 (GPIF) です。年金運用成果の向上を求め、現在運用資産に対し、日本株の基本組み入れ比率は25%と公表されています。実際の比率は運用状況次第で25%から乖離しますが、現在の運用資産総額158兆円に対し、25%の日本株比率は40兆円弱となります。それに対し、日銀の保有額は26兆円で、もし公表通り年間6兆円のETF購入を継続すれば、今後2年間程で日銀は世界最大の日本株投資家になりかねません。国家の中央銀行がその国の株式市場の最大の投資家になることは、非常事態を除き資本主義国家では考えられないことです。

日銀保有のETFには当然のことながら、ETFに組み込まれている各銘柄の株主議決権が付与されています。ところが国家の中央銀行が個々の企業の議決権行使することはありません。もし行使するとなれば、大株主として政治的な恣意により民間企業経営に介入することになるからです。ですから日銀は議決権を棄権し、保有銘柄の議決権は中立性を保っています。そのこと自体は妥当な措置としても、棄権した議決権により、その分議決権の分母が縮小します。それにより完全に中立とはなり得ないのです。例えば、委任状争奪戦等の事態において、棄権議決権は中立とはならず、勝敗に影響を及ぼすこともあり得るのです。

金融機関の企業に対する政策的株保有や、企業間の株式の持ち合いは、企業統治上の弊害として、コーポレート・ガバナンス・コードは、それらの株式保有の縮小または廃止を訴えています。それら政策的保有株の弊害として、浮動株数を縮小し、流動性を低下し、株式の流通の阻害要因となります。アメリカ株等に比較し、日本株の変動率が高い一因となっています。日銀のETF購入は同様に浮動株を吸い上げている行為なのです。

日銀は今後ETFの形態で、日本株を買い続けることは不可能です。いずれかの時点で売却に転ずる以外にありません。大量の売りに転ずることになれば、株式市場は暴落を招き兼ねません。暴落とはならなくても、株価の圧迫要因になることは否めない事実です。

となれば、日銀の真意を勘繰らざるを得ません。全くの仮説で、何ら根拠のある推測ではありませんが、例えば日銀保有のETFと日本郵政グループ保有の国債を時価で交換すれば、市場に影響なくETFの売却が可能となります。一見妙案とも受け止められますが、政治の恣意行為でそのようなことが実行されれば、市場の信頼は大きく損なわれることになるでしょう。

日本郵政グループの株式公開や日銀のETF買いあさは正当な資本市場行為とはいえないでしょう。残念ながら不信感を抱かずにはおけません。

本資料は、株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ（以下「当社」という）が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足るものと信じておりますが、それを保証するものではありません。ここに掲げる過去の実績は必ずしも将来の動向を示唆するものでなく、実際の収益を確約するものではありません。記載された見解等の内容は全て作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。