

日銀ETF購入、TOPIXに一本化 金融政策点検結果に市場動揺

経済ジャーナリスト

八雲豊彦

日本銀行は2021年4月1日から、世界の中央銀行で唯一、株式市場から買い入れていたETF（上場投資信託）購入で、日経平均株価指数を外し、東証1部上場銘柄全体の指数であるTOPIX連動型に一本化した。日銀が抱える東証1部上場銘柄の株式は7%。「お上」が買い支える「官製相場」の安心感でリスク志向を喚起しようとしたが、企業の設備投資も振るわず物価目標の2%も達成できていない。マイナーチェンジというところだが、どんな効果が期待できるのだろうか。

日経平均除外はサプライズ 市場機能毀損に配慮？

銘柄変更を含めた金融政策の点検が議題にのぼったのは3月19日の金融政策決定会合。米長期金利の上昇で日本の金利の変動幅に注目が

集まったが、18日正午に日本経済新聞社が電子版で±0.25%程度とスクープ。米国市場で長期金利が1.7%台まで上昇し一時1年2カ月ぶり高水準を付けたこともあって、日本も金利の上昇を容認するととらえられ、19日の金曜日午前の日経平均株価は前日比261円安の2万9954円で引けた。

変動幅は日経の観測報道通りだったが、サプライズは銘柄変更だった。市場は後場から、この事態を織り込みはじめ、後場の日経平均は一時595円安まで急落。この日、日経平均は、19日の東北地方の地震や品薄の半導体工場の火事も投資家心理を冷やしたのか、前日比425円安の2万9792円で終え、週明けからさらに下落した。一方、TOPIXは、日経平均から資金が移ったが、2012円と前日比3円高にとどまり、月曜からは日経平均ととも

に大幅に下落した。

日銀がETF購入を始めたのは白川方明前総裁時代の2010年末。投資家がリスクを避ける度合であるリスクプレミアムを低下させ、実体

経済にリスクマネーを循環させることで物価上昇を目論んだ。

当初購入枠は4500億円だったが、相次ぐ追加緩和で拡大。年間購入額を1兆円、3兆円、6兆円と増やしETFの保有残高は2021年2月までに累計35.7兆円、時価ベースで一時50兆円を超えた。さらに、コロナ対応で3月に上限を12兆円に引き上げていた。

ETF購入を通じ、日銀は東証1部上場企業395社の株を持ち、発行済み株式数の5%超を抱え、市場全体の約7%を日銀がインデックス形式で保有することになっていった。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が持つ約6%を超え、これ以上、日銀ETF買いが膨らめば、正価を見つめる株式市場の最も重要な機能が失われることに、批判の声も出ていた。

実は、ETFの購入変更には、予





1990年以降の日本のバブル崩壊の後遺症で日本人投資家のリスク許容度も高まっていない

兆があった。日銀の買い入れはTOPIX前場0.5%超の下落で午後実施する「0.5%ルール」が知られていたが、2月に0.5%超の下落でも動かず、1%を超えて購入。1回あたりの購入額も1月に約700億円から約500億円に減らしていた。

点検で、日経平均を除外したのは、指数がファーストリテイリングなど少数銘柄で大きく左右されることから、TOPIXで公平性も期し

たようだ。しかし、変更をきつかけ

にETF購入による株買い支えによる緩和政策が限界を迎えているのではないかと、この危惧も市場を覆った。黒田東彦総裁は会合後の記者会見で銘柄を変更し、通常の購入目安の年6兆円の枠を外したにも関わらず「物価上昇率目標2%に向け強力な金融緩和を粘り強く続ける」としETF購入には減らそうという意図はない。十分な量を買ったため持続性、機動性を増した」と強調し、

市場の不安を払拭しようとした。

効かない緩和政策 バブル崩壊の後遺症か

中央銀行による異例な株式のPKO（プライスキューピング・オペレーション）による緩和は出口に向かうのだろうか。しかし、市場には物価

目標の達成に現実感はなく、緩和による株高は外国人投資家が柔軟な投資戦略で利益を出すものの、日本人投資家のリスク許容度も高まっていない。

その原因は1990年以降の日本のバブル崩壊の後遺症だという指摘がある。日本の企業は1980年代に本業外の借金を使った不動産や株式投資などの「財テク」に走り、バブル崩壊で大損。資産運用に腰が引け内部留保が積み上がる構造となった。有事に備え資金も抑え、設備投資、家計とも冷え込み、デフレに転落した。

そこで、黒田総裁は「2年でマネタリーベース2倍、2%の物価上昇を目指す」と異次元緩和でデフレ退治に乗り出した。これで、超円高を

克服、企業業績は拡大し2016年3月に史上最高益の企業が相次いだ。しかし、上場企業の6割近くが実質的な無借金経営となり、膨大な内部留保を抱えただけだった。設備投資や賃金上昇などは慎重で、投資姿勢はバブル崩壊直後とかわっていないといわれる。

及び腰の設備投資の背景には、人口減少に伴う内需欠乏への懸念もある。バブル崩壊後「失われた30年」の経済停滞に若年層の格差拡大でバラサイトシングルが増加。結婚や出産など家族への喪失感が出生率を阻み社会活力の低下をもたらしている。

米国をはじめ移民が流入する先進国は金融緩和と財政措置がダイレクトにリスク選好を喚起する。しかし、日本では、緩和効果が長続きしないのは、経済だけでなく政治を含めた社会変革の戦略に問題もあろう。かといってETFの購入をやめるわけにはいかないし、拡大も市場機能毀損を誘発する。銘柄変更は、何を訴えたかったのか。注目された点検公表だったが、市場の不透明感、ぬぐい切れない。