

日銀のETF買入れのマクロ経済に対する効果を考える

～ETFの積極的な購入によって期待される景気の下支え～

2020年3月18日 調査部 藤原 和也、北田 英治

TEL 045-225-2375

E-mail: k-fujiwara@yokohama-ri.co.jp

【要約】

日本銀行は、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、3月16日の金融政策決定会合において、①一層潤沢な資金供給の実施、②企業金融支援のための措置、③ETF・J-REITの積極的な買入れなどを決定した。ETF（指数連動型上場投資信託）については、「原則的な買い入れ方針」は年間約6兆円という従来方針を維持しながらも、当面、年間約12兆円に相当する残高増加ペースを上限に積極的な買入れを行うことが打ち出された。

そこで本稿では、時系列分析の手法（構造VARモデル）によって、改めて日本銀行のETF買入れ政策の有効性を検証した。その結果、これまでの日本銀行によるETFの買入れが、株価やGDP（国内総生産）に対して統計的に有意なプラスの効果があったこと、またその影響の持続性が高いことが確認された。

日本銀行は「潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく」との総裁談話を発表した3月2日以降、既に1回あたりのETF購入額を、それまでの約700億円から約1,000億円に大幅に増額して買入れを実施している。3月前半（2日～13日）のETF買入れ実績は合計で約6,000億円となっており、このペースで買入れを続ければ今後10か月間で約12兆円の購入となる。今回の措置には、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う金融市場や経済の動揺が収まるまで、現在の大量のETF購入を継続するという日本銀行の意思がうかがえる。ETFの大量購入に伴う副作用への配慮などから、年間約6兆円という原則的な買い入れ方針は維持されたものの、今後、日本銀行によるETFの積極的な買入れが、わが国の景気の下支えに貢献することが期待されよう。

1. 日本銀行が金融緩和の強化を決定

2020年1月下旬から新型コロナウイルスの感染が国際的に拡大し、世界経済の先行き懸念が急速に広がった。その中で世界の金融市場は、NYダウや日本株の大幅下落を含め大荒れの様相となっている。これを受けて、3月に入り、FRB（米連邦準備理事会）が2度にわたって緊急利下げを行ったほか、BOE（イングランド銀行）やECB（欧州中央銀行）も金融緩和を進めるなど、主要中銀が緩和的な政策スタンスを鮮明にしている（図表1）。

国内でも日本銀行が、3月2日に「適切な金融市場調節や資産買入れの実施を通じて、潤沢な資金供給と金融市場の安定確保に努めていく方針」とする黒田総裁の談話を公表し、柔軟な政策対応を行う姿勢を打ち出した。さらに3月16日には、18～19日に予定していた金融政策決定会合を前倒しで開催し、「新型感染症拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化」を決定した。具体的には、（1）一層潤沢な資金供給の実施、（2）企業金融支援のための措置、（3）ETF・J-REITの積極的な買入

れである（図表2）。その中で、ETF（指数連動型上場投資信託）については、「原則的な買い入れ方針」は年間約6兆円という従来方針を維持しながらも、当面、年間約12兆円に相当する残高増加ペースを上限に積極的な買い入れを行うことが打ち出された。

図表1 各国の金融政策対応

2020年3月	国・地域	決定内容	政策金利
3日	豪州	政策金利を0.25%引き下げ。	0.5%
3日	米国	政策金利を0.5%引き下げ。	1.00～1.25%
4日	カナダ	政策金利を0.5%引き下げ。	1.25%
11日	英国	政策金利を0.5%引き下げ。 カウンターシクリカル資本バッファを1%から0%へ引き下げ。 長期の資金供給枠組み「TFSME」を創設。	0.25%
12日	ユーロ圏	追加的な長期リファイナンスオペ(LTRO)による流動性の供給。 貸出条件付きの流動性供給オペ(TLTROⅢ)の条件緩和 年末までに1200億ユーロの資産を追加購入。	▲0.5% (中銀預金金利)
13日	ノルウェー	政策金利を0.5%引き下げ。 金融機関向け流動性供給の提供。 カウンターシクリカル資本バッファを2.5%から1%へ引き下げ。	1%
13日	カナダ	政策金利を0.5%引き下げ。	0.75%
15日	米国	政策金利を1%引き下げ。 米国債(5000億ドル)と住宅ローン担保証券(MBS、2000億ドル)の購入。	0～0.25%
16日	カナダ、英国、日本 ユーロ圏、米国、スイス	米ドル資金供給の枠組みを拡充。	—
16日	ニュージーランド	政策金利を0.75%引き下げ。	0.25%
16日	韓国	政策金利を0.5%引き下げ。	0.75%

出所：各中央銀行資料より浜銀総研作成

図表2 3月16日の金融政策決定会合の追加緩和

内容	詳細
(1)一層潤沢な資金供給の実施	・積極的な国債買い入れや(2)、(3)の手段を活用した円資金の一層潤沢な供給。 ・「グローバルな米ドル流動性供給を拡充するための中央銀行の協調行動」に基づいた米ドル資金の供給。
(2)企業金融支援のための措置	①新型コロナウイルス感染症にかかる企業金融支援特別オペの導入 →民間企業債務を担保としたゼロ金利での資金供給オペレーションの導入。 ②CP・社債等買入れの増額 →CP・社債等の追加買入枠を合計2兆円設け、それぞれ約3.2兆円、約4.2兆円の残高を上限に買入れ ^(注1) 。
(3)ETF・J-REITの積極的な買い入れ	ETFは年間約12兆円、J-REITは年間約1,800億円に相当する残高を上限に、積極的に買い入れ ^(注2) 。

(注1)追加買入枠以外の既存のCP等、社債等については、それぞれ約2.2兆円、約3.2兆円の残高を維持する。

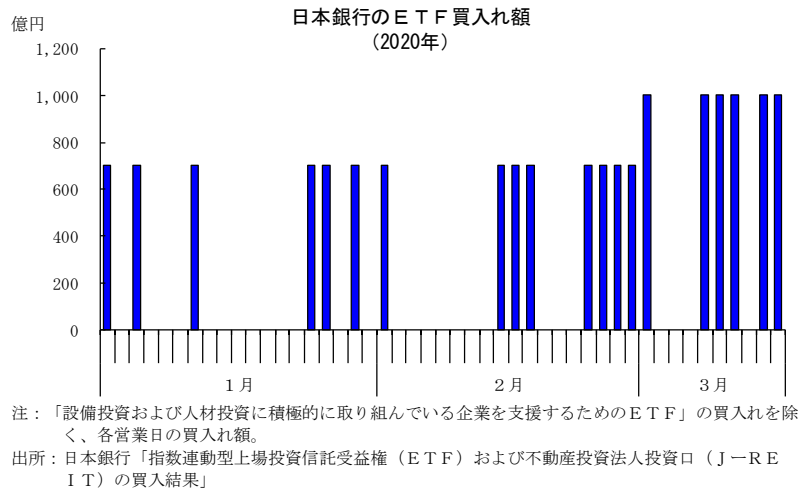
(注2)ETFおよびJ-REITの原則的な買い入れ方針は、それぞれ年間約6兆円、年間約900億円に相当するペースで増加するよう買い入れを行う。市場の状況に応じて買い入れ額は上下に変動する。

出所：日本銀行資料より浜銀総研作成

なお、日本銀行は3月2日に総裁談話を発表して以降、それまで1回あたり約700億円だったETFの買い入れ額を1,002億円に大幅に増額し、その後も13日まで同額の買い入れを続けている(図表3)。また、その直前の2月25日から28日には、2018年10月の株価急落時以来となる4日間連続でのETF買い入れを行った。このように、日本銀行が足元でETFの買い入れを明確に増加させていたこともあり、追加緩和策の手段としてETFの年間購入枠の拡大は特に注目されていた。

そこで本稿では、日本銀行がこれまで行ってきたETF買い入れ政策の効果を改めて分析した。その結果、日本銀行のETF買い入れは一定の政策効果を有していることが確認された。

図表3 日本銀行のETF買入は足元で積極化



2. 日本銀行のETF買入政策の変遷

まず、日本銀行の金融政策におけるETF買入の位置づけを確認しよう。日本銀行のETF買入政策は、2010年10月に導入された包括的金融緩和政策の一環として、リスク・プレミアムの縮小を促すことを目的に、同年12月から開始された¹。ETFの買入は、次ページで後述するような経路を通じて株式市場のリスク・プレミアムの低下を促し、ひいては実体経済を活性化させることで、2%の物価安定目標の達成に寄与することが期待される²。

日本銀行は当初、2011年末を目途に4,500億円を買入限度額とする臨時措置の扱いでETF買入をスタートした。しかし日本銀行はその後ペースを徐々に加速しながらETFの買入を継続

図表4 日本銀行のETF買入政策の変遷

年月日	決定内容	備考	日本銀行総裁
2010年10月28日	買入限度額(残高)を4,500億円程度に決定。	速やかに買入を実施する方針を示し、同年12月から開始した。 同年11月に、ETFの買入対象をTOPIXまたは日経225に連動するものと決定。	白川 方明
2011年3月14日	買入限度額(残高)を9,000億円程度に増額。		
2011年8月4日	買入限度額(残高)を1.4兆円程度に増額。		
2012年4月27日	買入限度額(残高)を1.6兆円程度に増額。		
2012年10月30日	買入限度額(残高)を2.1兆円程度に増額。		
2013年4月4日	買入限度額(年間)を約1兆円に変更。	「量的・質的金融緩和」の導入。	黒田 東彦
2014年10月31日	買入限度額(年間)を約3兆円に増額。	JPIX日経400に連動するETFを買入の対象に追加。	
2015年12月18日	年間約3,000億円の新たなETF買入れ枠を設定。	2016年4月より開始。「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」	
2016年7月29日	買入限度額(年間)を約6兆円に増額。		
2020年3月16日	当面の買入限度額(年間)を約12兆円に増額。	原則的な買入方針として年間約6兆円を維持。	

出所：日本銀行資料より浜銀総研作成

¹ リスク・プレミアムとは、投資家が期待（要求）するリスク資産の収益率のうち、国債に代表されるリスク・フリー金利を上回る部分のこと。

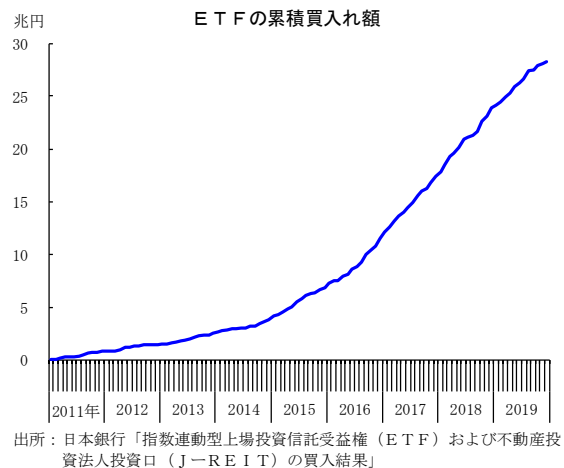
² 宮尾元日本銀行政策委員会審議員（現東京大学教授）は、2013年4月の量的・質的金融緩和政策（QQE）導入に際して、QQEの波及経路として株価などの資産価格に働きかけることで企業の設備投資や家計の消費支出が増えるルートを描いている。株価が実体経済へ与える効果については、宮尾（2006）や本多（2014）が簡潔に整理している。

している。2016年7月の追加緩和以降は年間の買入れ限度額を約6兆円に設定していた（図表4）³。

また、日本銀行は2010年にETF買入れを開始して以降、買入れたETFの売却を一度も行っておらず、買い持ちを原則とした運営が行われているとみられる。その結果、2019年12月時点でETFの累積買入れ額は約28兆円にのぼっている

（図表5）。日本銀行の株式市場でのシェアは徐々に拡大しており、2018年12月には黒田総裁が会見で「現時点で、マーケットバリュウの4%程度を、ETFを通じて日銀が持っています」と述べた⁴。これは、日本株最大の株主とされるGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の市場占有率である6.5%（2019年3月）に迫る大きさであり、日本銀行が日本の株式市場で大きな存在感を有していることが分かる。ETFによる間接保有とは言え、中央銀行が大量の株式を長期にわたって購入して保有する政策は国際的に極めてまれであり、FRBやECBと比較した日本銀行の金融政策運営の特徴の一つと言える。

図表5 日本銀行のETF買入れ額は累積で30兆円に迫る



3. ETF買入れ政策の波及経路と定量的分析

次に、日本銀行のETF買入れの影響が株式市場へ波及する経路を確認する。まず、日本銀行が大規模なETF買入れを実行すれば、市場の需給逼迫を通じて株価が上昇することが期待される。また、日本銀行の買入れに便乗する投資家による買入れも株価上昇を引き起こす要因となる。加えて、株式市場のボラティリティが高まる（価格が大きく変動する）局面での日本銀行による大規模な買入れは、市場へ安心感を与え、市場のボラティリティ低下をもたらすと考えられる。市場のボラティリティが下がると、株式保有の魅力が増して株価は上昇しやすくなる。このように株式市場でリスク・プレミアムが低下して株価が上昇すれば、企業マインドや消費マインドの改善を通じて、民間企業設備投資や家計消費支出が拡大するなど、実体経済へ波及することが期待される。

それでは、これまでの日本銀行のETF買入れが実際にはどの程度の効果を発揮してきたのか、前述のメカニズムを念頭に、実際のデータを用いた定量的な分析を行う。ここでは、金融政策分析において最もスタンダードな手法の一つとなっている構造ベクトル自己回帰（構造VAR）モデルを用いる。構造VARモデルの内生変数には、NYダウ平均株価、日本銀行の累積ETF買入れ額、日経平均株価、GDP（国内総生産）、為替レート（ドル・円レート）の5変数を用い、日本銀行の累積ETF買入れ額を金融政策の代理変数とする⁵。推定した構造VARを基に、金融政策ショックに対する日経平均株価とGDPのインパルス反応関数を求めたものを図表6に示した。図表6（a）より、日本銀行のETF買入れが日経平均株価に対して有意にプラスの影響を与えている（すなわち株価の上昇

³ なお、日本銀行は2018年7月の決定会合以降、「市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうる」としており、2018年の1年間の買入れ実績は約6.5兆円、2019年の実績は約4.4兆円であった。

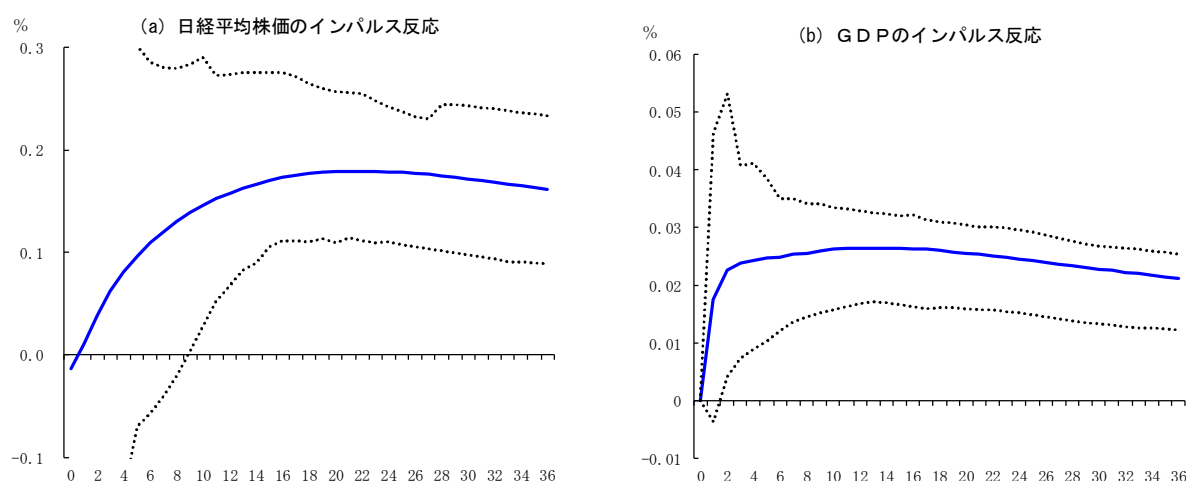
⁴ 報道ベースでは2019年3月時点で東証1部時価総額の約4.7%を占めるに至っている。

⁵ サンプル数を確保するために、GDPには日本経済研究センターが推計している月次GDPのデータを用いた。推定したVARモデルの詳細は文末の参考を参照。

をもたらしている)ことが示唆される⁶。また、図表6(b)をみると、日本銀行のETF買入はGDPに対しても有意にプラスの効果を持っていることも分かる。さらに、これらは時間を通じて持続的に効果を発揮し続けていることもみて取れる。

このような政策効果をもたらしている要因として、ETFの買入れが継続的に行われている点に加え、買い持ちの形でETF買入れ政策が運営されている(と市場がみなしている)ことが指摘できるだろう。すなわち、日本銀行が買入れたETFを長期にわたって保有し続けることで、株式市場への影響が持続しやすくなり、株価の下支え効果を維持できていると推察される。また、「日本銀行は買入れた株式を売り出さない」と市場参加者が信じることで、投資家の安心感を持続的に高めているものと考えられる。以上の分析結果を踏まえると、これまで日本銀行が実施してきたETFの買入れは一定の政策効果を発揮しているものとみられる。

図表6 日本銀行のETF買入れは株価やGDPにプラスの影響を与えている



注：横軸は金融政策ショックを与えてからの経過月数。青線はインパルス反応の点推定、黒の破線は90%信頼区間を表す。

出所：浜銀総研作成

4. おわりに

日本銀行の2020年3月前半(2日～13日)のETF買入れ実績は合計で約6,000億円となっており、このペースで買入れを続ければ今後10か月間で約12兆円の購入となる。3月16日の金融政策決定会合において、日本銀行が年間約12兆円を上限として積極的にETFを買入れることを決定したことは、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う金融市場や経済の動揺が収まるまで、現在の大量のETF購入を継続するという日本銀行の意思を反映したものである。金融・経済の動きが不安定化している局面で中央銀行が機動的に政策対応することには重要な意義があり、本稿の分析結果も踏まえると、ETFの買入れも一定の評価ができよう。

ただ、ETFの大量購入には、浮動株の減少やコーポレートガバナンス機能の低下、金融市場の過度な高揚をもたらす恐れなどの副作用も指摘されている。今回、このような副作用への配慮などから、年間約6兆円という原則的な買い入れ方針は維持されたものの、今後、日本銀行によるETFの積極的な買入れが、わが国の景気の下支えに貢献することが期待されよう。

⁶ 信頼区間が縦軸のゼロをまたがない場合、統計的に有意である(統計的に意味のある効果を有している)と解釈する。

参考文献

- 岩田一政・左三川郁子・日本経済研究センター編（2018）『金融正常化へのジレンマ』、日本経済新聞出版社
- 植田和男（2003）「自己資本と中央銀行—2003 年度日本金融学会春季大会における植田審議委員記念講演」、日本銀行、2003 年 10 月 28 日
- 大村敬一（2018）「ETF 買い入れの功罪—企業経営に緩みか、出口急げ」日本経済新聞社編『黒田日銀超緩和の経済分析』、日本経済新聞出版社、第 5 章
- 戸村肇（2017）「経済教室—金融政策の課題（下）日銀の「出口」の損失備えを 政府との共有ルール整備」『日本経済新聞』、2017 年 6 月 30 日付
- 日本銀行（2018）「総裁記者会見要旨」、2018 年 12 月 20 日
- 宮尾龍蔵（2006）『マクロ金融政策の時系列分析』、日本経済新聞社
- 宮尾龍蔵（2011）「わが国の経済・物価情勢と金融政策—岐阜県金融経済懇談会における挨拶要旨」、日本銀行、2013 年 4 月 18 日
- 本多佑三（2014）「非伝統的金融政策の効果：日本の場合」岩本康志・神取道宏・塩路悦朗・照山博司編『現代経済学の潮流 2014』、東洋経済新報社

＜Appendix＞VARモデルの詳細

構造VARモデルは金融政策をはじめとしたマクロ経済分析における最もスタンダードな手法の一つである。変数間の動学的な相互依存関係を、特定のマクロ経済モデルに依存することなく柔軟に分析できるというメリットを持つ。一定の仮定の下で政策ショックを識別し、インパルス反応関数などによって政策効果を評価するアプローチが多用される。構造VARモデルに関する詳細な解説は宮尾（2006）を参照されたい。

本稿で推定した構造VARモデルの概要は以下の通り。なお、VAR分析にはR3.6.1を用いた。

- 5変数を以下の順に並べる構造VARモデルを推計した。
 - 実質GDP、NYダウ平均株価、日本銀行の累積ETF買入れ、日経平均株価、円ドル為替レート
 - 全ての変数で対数変換を行い100倍した。
 - 実質GDPは日本経済研究センター（JCER）による推計値で、JCERのHPより取得。日経平均株価、為替レートは日経NEEDSのFinancial QUESTより取得。日本銀行ETF買入れとダウ平均株価はそれぞれ、日本銀行および米セントルイス連銀（FRED）より取得。
- ショックの識別：前述の順番のコレスキー分解によって金融政策ショックを識別する。ここでは日本銀行ETF買入れを金融政策ショックとして用いた。
- ラグ：情報量基準を参考に、1か月に設定した。
- サンプル期間：2013年4月から2019年12月までの月次データを用いた。
- 信頼区間：ブートストラップ法の100回計算によって求めた90%信頼区間。

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、浜銀総合研究所・調査部が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。