

市川レポート (No.452)

日銀のETF購入とリバーサルレート

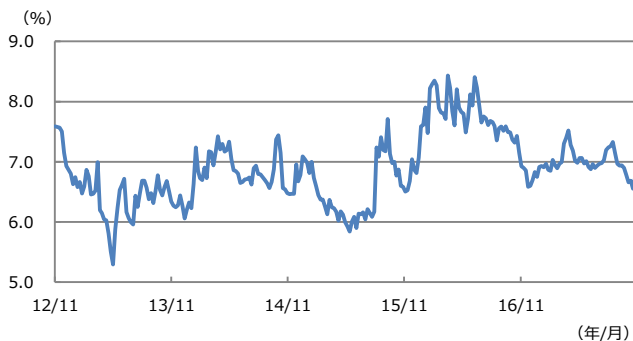
- 10月のETF買い入れ額は減少、株高継続ならば日銀は年間目標額の下振れを許容との見方も。
- ただリスクプレミアムの縮小余地は残っているため、現行のETF買い入れ方針は当面維持されよう。
- 市場はリバーサルレート発言に注目、将来的に副作用の議論が高まれば、政策金利の微調整も。

10月のETF買い入れ額は減少、株高継続ならば日銀は年間目標額の下振れを許容との見方も

日銀は現在、株価指数連動型上場投資信託（ETF）について、保有残高が年間約6兆円に相当するペースで増加するように買い入れを行っています。この買い入れ額は、2016年7月28、29日に開催された日銀金融政策決定会合において、約3.3兆円から増額されました。その後、2016年7月29日から2017年7月31日までの1年間で、ETFの保有残高は約6兆539億円増加しており、ETFの買い入れは日銀の方針通りに進んでいます。

年間約6兆円相当の増加ペースを維持するには、毎月約5,000億円のETF買い入れが必要です。8月以降の買い入れ額をみると、8月は約6,861億円、9月は約4,674億円、10月は約1,670億円、11月（21日まで）は約4,470億円となっています。9月上旬からの日本株の大幅高を受け、10月の買い入れ額は顕著に減少しました。そのため、株高が続けば、日銀は年間約6兆円相当を下回る増加ペースを許容するのではないかとの見方も浮上しています。

【図表1：日本株のリスクプレミアム】



(注) データは2012年11月23日から2017年11月17日。リスクプレミアムは東証株価指数（TOPIX）の益回りから日本10年国債利回りを差し引いたもの。  
(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：リバーサルレートに関する黒田総裁の発言】

- 金融仲介機能への影響という点では、最近、「リバーサルレート」の議論が注目を集めています。
- これは、金利を下げすぎると、預貸金利鞘の縮小を通じて銀行部門の自己資本制約がタイト化し、金融仲介機能が阻害されるため、かえって金融緩和の効果が反転（reverse）する可能性があるという考え方です。
- 日本の場合、日本の金融機関は充実した資本基盤を備えているほか、信用コストも大幅に低下しており、現時点で、金融仲介機能は阻害されていません。
- ただし、低金利環境が金融機関の経営体力に及ぼす影響は累積的なものであるため、引き続き、こうしたリスクにも注意していきたいと思えます。

(注) 2017年11月13日のスイス・チューリッヒ大学における講演の邦訳から一部抜粋。  
(出所) 日銀の資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

## ただリスクプレミアムの縮小余地は残っているため、現行のETF買い入れ方針は当面維持されよう

ETFの買い入れは、リスクプレミアムの縮小を目的とし、金融緩和の一環として行われています。そこで、実際のリスクプレミアムの動きを確認すると、足元で緩やかな縮小傾向が窺えるものの、過去5年の推移をみる限り、まだ縮小余地は残っているように思われます（図表1）。したがって、日銀のETF買い入れについては、株価急騰の場面で頻度が低下することはあっても、現行の方針自体は当面維持される可能性が高いと考えます。

日銀が将来、ETF買い入れの段階的縮小（テーパリング）を行う場合、事前にテーパリングの方針を明確に示すよりも、年間約6兆円相当を「めど」として柔軟な買い入れを行った方が、市場への影響は小さいと考えます。株高トレンドが長期的に続いた結果、日銀のETF買い入れの頻度が徐々に低下し、年間約6兆円相当を下回る増加ペースになったとしても、市場はそれを「金融引き締め」と受け止めることはないと思われるからです。

## 市場はリバーサルレート発言に注目、将来的に副作用の議論が高まれば、政策金利の微調整も

日銀の黒田総裁は11月13日、スイスのチューリッヒ大学で講演を行い、リバーサルレートについて言及し（図表2）、市場の関心を集めました。リバーサルレートとは、金利を下げすぎることによって、金融仲介機能が阻害され、金融緩和の効果が反転（＝リバース）してしまうという考え方です。市場では、この黒田総裁発言を、将来のマイナス金利修正に向けた地ならしとみる向きもあります。

弊社では、日銀の金融緩和路線が来年、大きく方向転換する可能性は低いと予想しています。ただ、今回のリバーサルレートのように、日銀からマイナス金利の副作用についての議論が多くみられるようになれば、政策金利の微調整（操作対象の短期金利を－0.1%から0.0%へ引き上げ、長期金利も若干引き上げ）という可能性は高まると思われます。仮に微調整が行われる場合には、それは一度きりで緩和のスタンスは不変というメッセージを日銀が市場にしっかり伝えることが重要になります。

- 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