

チーフ・ストラテジスト 広木 隆

マネックス証券株式会社  
www.monex.co.jp

## 日銀はいまこそ ETF 購入額を増やせ

日銀は ETF 購入額を変動させることを先般の会合で決めた。いまこそ ETF 購入額を増やすべきである。株式市場の買い支えを期待して、そんなことを言うわけではない。政策でそう決めたなら適切に実行するべきである、と主張しているだけだ。状況に応じて購入額を増減するというなら、いまは増やす局面である。減らす局面になれば、当然、減らすべきである。

日本銀行は、先月末に開催した金融政策決定会合における決定事項を「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」として公表した。資産買入れ方針についてこうある。

＜ETF および J-REIT について、保有残高が、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入れを行う。その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入れ額は上下に変動しうるものとする。＞

「買入れ額は上下に変動しうる」というところから、ETF 購入額を減らすのでは？という思惑が市場の一部にあるが、現状に鑑みるにそれはないと思われる。15 日に TOPIX が前場で 0.4% 下落しても日銀が ETF 購入に動かなかったことで、「ステルステーパリングが始まった」との見方があるようだが、仮にそうだとしたら、とんでもないことである。

「買入れ額は上下に変動しうる」という日本語を普通に解釈すれば、「増えることもあるし、減ることもある」である。では、どういう状況で増減するかと言えば、「資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて」である。

日銀の ETF 買入れの歴史は実は長い。2010 年 11 月に既に決定されている。その時の発表文＜「資産買入等の基金の運営として行う指数連動型上場投資信託受益権等 買入等基本要領」の制定等について＞には、こう書かれている。

「短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、金融緩和を一段と強力に推進するために、リスク・プレミアムの縮小を促す観点から下記の諸措置を講ずることを決定しました」

つまり ETF 購入の目的はリスク・プレミアムを縮小させることである。然るに、一向にリスク・プレミアムは縮小せず高止まりが続いている。すなわち「資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う」ことがより必要になっている状況である。「資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて」上下させるというなら、いまは ETF の購入額を増やす局面ではないか。

実際に、日銀の ETF 購入実績を見ると、リスク・プレミアムが低下している局面では買い出動が見送られている。プレミアムの変動に合わせて買い入れタイミングが調整されてきた。今度からは、買い出動のタイミングだけでなく額も変化させるというなら、毎回、判で押したように 700 億円程度の購入ではなく、一度に 1000 億円とか 2000 億円とか買えばいい。市場へのインパクトは絶大なものになるだろう。

日銀ETF購入金額・日経平均・リスクプレミアム

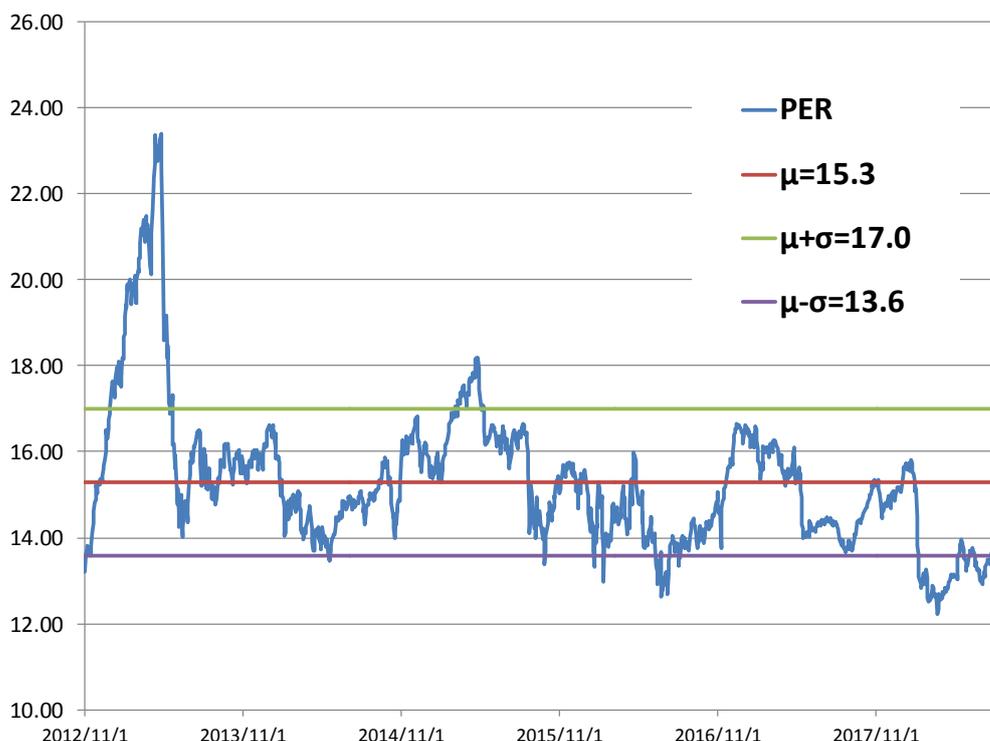


出所：日本銀行、QUICK、Bloombergデータよりマネックス証券作成

日本経済新聞社が 14 日までに発表を終えた主要上場企業 1588 社(金融除く)を集計したところによれば、2018 年 4~6 月期決算は、純利益が前年同期比 28%増の 8 兆 9025 億円だった。4~6 月期として、2 年連続で過去最高となった。

これだけ企業業績が良くても株価は低いまま。日経平均の予想 PER が 13 倍、PBR が 1.2 倍だ。こういう状況こそまさに「リスク・プレミアムが過大に付いている」状況である。日銀は政策としてプレミアムに適切に働きかける観点から購入額を上下させると決めたのだから、いまこそ「適切に働きかけて」もらいたい。

日経平均PER



出所：Bloombergデータよりマネックス証券作成

日経平均とEPS



出所：QUICKデータよりマネックス証券作成

日銀およびETF購入縮小を唱える市場関係者に問いたい。

いまのリスク・プレミアムはどういう状況にあるという認識をお持ちか？

ファンダメンタルズと比較して株価の割安度が増しているというのは、リスク・プレミアムは以前と比べて高くなっているということではないのだろうか？

金融政策としてリスク・プレミアムの縮小を掲げている日銀の政策は正しく実行されているか？僕はそう思わない。日銀自ら決めた政策を実行するべきだ。そうしないなら、きちんと政策決定会合で政策の変更を議論しそう決めるべきである。僕が指摘しているのはETF購入の弊害とか是非とかではなく、政策判断と実行の不透明さであり、有言不実行の無責任さである。

#### ご留意いただきたい事項

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

#### 利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先金融機関より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会