



市川レポート

日銀の点検結果とETF購入に関する考察

- 日銀は金融緩和の点検結果を公表し、効果的で持続的な緩和実施のため3つの対応を示した。
- ETFの買い入れ対象はTOPIX連動型のみとなり、3月19日の日経平均は下落、TOPIXは上昇。
- しばらくNT倍率の低下傾向が続く可能性はあるが、ETFの運営変更は、ネガティブなものではない。

日銀は金融緩和の点検結果を公表し、効果的で持続的な緩和実施のため3つの対応を示した

日銀は3月19日、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検結果を公表しました。具体的に政策面では3つの対応が示され（図表1）、1つ目は、将来のマイナス金利の深掘りを可能にするため、「貸出促進付利制度」を創設することが明らかになりました。これは、マイナス金利政策のもと、貸出を増やした金融機関に付利する制度で、マイナス金利の収益への影響を和らげることを目的とするものです。

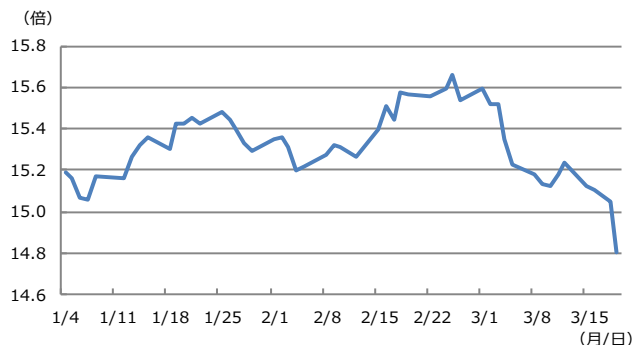
2つ目は、長期金利の変動幅を「 $\pm 0.25\%$ 程度」と明確化すると同時に、大幅な金利上昇を抑制するため「連続指値オベ制度」の導入が決まりました。3つ目は、ETFとJ-REITの買い入れ額について、原則の目安が削除された一方、上限は維持されました。また、ETFの買い入れ対象は、指数の構成銘柄が最も多い東証株価指数（TOPIX）に連動するもののみとなりました。

【図表1：日銀の点検結果後の3つの対応】

3つの対応	内容
貸出促進付利制度の創設	マイナス金利政策のもと、貸出を増やした金融機関に付利する制度を新設。マイナス金利の収益への影響を和らげることを目的とする。
長期金利の変動幅拡大	これまで「 $\pm 0.20\%$ 程度」まで許容していた変動幅を、「 $\pm 0.25\%$ 程度」と小幅に拡大し、明確化。また、大幅な金利上昇を抑制するため「連続指値オベ制度」を導入。
ETF買い入れの運用変更	ETFとJ-REITの買い入れ額について、原則の目安（それぞれ年間約6兆円、約900億円）を削除し、上限（それぞれ年間約12兆円、約1,800億円）を維持。ETFの買い入れ対象は東証株価指数（TOPIX）連動型のみとする。

（出所）日銀の資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：NT倍率の推移】



（注）データは2021年1月4日から3月19日。NT倍率は日経平均株価を東証株価指数（TOPIX）で割ったもの。

（出所）Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



ETFの買い入れ対象はTOPIX連動型のみとなり、3月19日の日経平均は下落、TOPIXは上昇

これら3つの対応については、おおむね一部の事前報道通りの内容でしたが、ETFの買い入れ対象をTOPIX連動型に絞ったことは、市場にサプライズとして受け止められました。3月19日の日経平均株価とTOPIXは対照的な動きとなり、日経平均株価は前日比424円70銭（1.4%）安で取引を終えたのに対し、TOPIXは同3.70ポイント（0.2%）高で取引を終了しました。

なお、日銀は2020年4月30日にETF買い入れ方法を変更し、公表しています。それに基づけば、日銀はこれまで、買い入れ額の約75%は「TOPIXに連動するETF」を対象とし、約25%は「TOPIX、日経平均株価、JPX日経インデックス400に連動するETF」を対象とし、いずれも銘柄毎の市中流通残高におおむね比例するように買い入れを行ってきたと考えられます。

しばらくNT倍率の低下傾向が続く可能性はあるが、ETFの運営変更は、ネガティブなものではない

ETFの買い入れ比率は、大まかにTOPIX連動型が8割強、日経平均株価連動型が1割程度と推測されますが、後者は価格水準の高い「値がさ株」の押し上げ要因と指摘されています。そのため、今回の日銀の対応を受け、市場では値がさ株の需給が悪化するとの見方が強まり、本日もファーストリテイリング、東京エレクトロン、ファナック、ダイキン工業などの下げが目立っています。

ただ、日経平均株価に連動するETFの買い入れ廃止は、値がさ株押し上げの「歪み」を修正することにつながり、また、前述の値がさ株は、TOPIX連動型を通じて買われるため、過度な需給悪化懸念は不要です。しばらくは日経平均株価のパフォーマンスがTOPIX対比で見劣りし、NT倍率の低下傾向が続く可能性はありますが（図表2）、今回のETF買い入れの運営変更は、日本株全体にとってネガティブなものではないと考えます。

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DS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DS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、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会