

市川レポート (No.576)

日銀のETF購入～最近の動き

- 日銀は8月以降、ETF買い入れは減額を意識も株価急落時には即行動する方針とした可能性。
- 9月の買い入れ実績はモデル推計値と大差なく、株安局面で即座に買い入れる様子がうかがえる。
- 買い入れのトリガーとなる、前日終値から前場終値までの下落幅が拡大、減額意識の証左とみる。

日銀は8月以降、ETF買い入れは減額を意識も株価急落時には即行動する方針とした可能性

日銀は7月の金融政策決定会合で、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定し、ETFおよびJ-REITの買い入れ額について、「上下に変動しうる」という新たな方針を示しました。その後、8月の買い入れ実績が、相対的に少額にとどまったことで、市場には、日銀がETFの買い入れについて、「隠れた段階的縮小（ステルス・テーパリング）」を開始したのではないかと観測が広がりました。

これについては、9月12日付レポート「ETFステルス・テーパリングの議論について」で触れた通り、日銀は8月以降、ETFの買い入れについて、「株式市場が堅調地合いにある間は減額を意識しつつ、株価急落時には即座に買い入れる」というオペレーションを念頭に置くようになったのではないかと考えています。そこで以下、9月と10月の買い入れ実績を検証してみます。

【図表1：重回帰分析による推計モデル】

$$Y_i = -402.72 + 435.56X_i - 231.03W_i$$

$Y_i$ : i月における、日銀の月間ETF買い入れ額。

$X_i$ : i月における、TOPIXの前場の終値が前日の終値から下落した月間営業日数。

$W_i$ : i月における、その下落率の月間累計値。

	係数	標準誤差	t値	p値
定数項	-402.72	1,053.64	-0.38	0.7061
$X_i$	435.56	111.36	3.91	0.0008
$W_i$	-231.03	81.85	-2.82	0.0102

決定係数：0.6439

自由度修正済み決定係数：0.6099

F統計値：18.9829

F統計値のp値：0.0000

(注) データは2016年8月から2018年7月。ETFは、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を含む。

(出所) Bloomberg L.P.のデータを基にEviewsを用いて三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：TOPIXの騰落率とETF買い入れの有無】

順位	買い入れ実施日の下落率 (下落率の小さい順)		買い入れ見送りの日の下落率 (下落率の大きい順)	
	月日	下落率 (%)	月日	下落率 (%)
1	10月5日	-0.51	8月15日	-0.43
2	9月6日	-0.51	8月16日	-0.42
3	10月12日	-0.55	8月20日	-0.37
4	8月10日	-0.56	9月27日	-0.33
5	9月3日	-0.63	8月9日	-0.31

(注) データは2018年8月1日から10月12日。下落率はTOPIXについて、前日終値から当日前場終値までの下落率を計算したもの。ETFは、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は含まず。なお、10月10日に0.28%の下落で買い入れを行っているが、これは連日の下落を受けた例外的な措置と考える。

(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

## 9月の買い入れ実績はモデル推計値と大差なく、株安局面で即座に買い入れる様子がうかがえる

9月3日付レポート「モデルによる日銀ETF購入額の推計」で作成したモデル（図表1）を用いて推計した8月の適正買い入れ額は約5,511億円でした。しかしながら、8月の買い入れ実績は約1,682億円でしたので、日銀は8月に買い入れ減額を意識してオペレーションを実施した可能性が高いと推測されます。以下、同じモデルを用いて、9月の適正買い入れ額を推計します。

9月は、東証株価指数（TOPIX）の前場の終値が前日の終値から下落した月間営業日数は8日、下落率の月間累計値は-4.46%でした。これらの値をモデルに代入すると、推計値は約4,112億円となります。9月の買い入れ実績は約4,434億円でしたので、推計値と実績値に8月のような大きな乖離はありません。また、9月上旬の株価下落時にETFの買い入れは頻繁に行われていたため、日銀に明確なテーパリングの意思は見受けられません。

## 買い入れのトリガーとなる、前日終値から前場終値までの下落幅が拡大、減額意識の証左とみる

9月下旬に日本株の上げ幅が急速に拡大すると、日銀のETF買い入れの頻度は大きく低下しました。しかしながら、10月に入ると日本株は一転して調整色を強め、日銀は10月5日から12日まで毎営業日、ETF（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を除く）の買い入れを行っています。ここから、株価急落時に即座に対応する日銀の姿勢がうかがえます。

なお、買い入れのトリガーに注目すると、年初から7月までは、TOPIXの前場の終値が、前日の終値から少なくとも0.3%を超えた日に買い入れが行われていました。しかしながら、8月以降は0.5%を超えるまで買い入れは見送られています（図表2）。この点を勘案すれば、日銀は8月以降、ある程度の減額を意識したオペレーションを実施している可能性が高いと考えられます。

- 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/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