

QQE 下における日本銀行のETF 買い入れ

日本経済研究センター 左三川郁子

本論は日本銀行のリスク性資産の買い入れ、とりわけ 2013 年 4 月以降の量的・質的金融緩和 (QQE) 政策の下で「質的緩和」と位置付けられてきた ETF (上場投資信託) の買い入れに注目し、①日銀はどのような状況の下で買い入れを進めてきたのか (政策反応関数)、②買い入れの結果、株式市場で何が起きていたのか、③日銀は ETF 買い入れの目的を果たしたのか、④将来の出口で何を考慮する必要があるか、について考察するものである。

離散選択モデルによる検証の結果、日銀は ETF の購入に際し、TOPIX の前日終値から当日午前終値までの株価リターン、TOPIX 午前終値の 5 日移動平均からの乖離率、高頻度データから計測した午前の実現ボラティリティ (Realized Volatility)、前日のリスクプレミアム指標などを参照していることが確かめられた。日銀は午前中の TOPIX の値動きから買い入れを決定し、午後に信託銀行を通じて ETF を買い入れているという、市場関係者のエピソードとも整合的であった。

買い入れの結果、株式市場で何が起きたか。双方向の因果性 (simultaneous causality) の問題に対処するため、株価リターンやボラティリティが午前から午後にかけてどの程度変化したかを調べると、株価リターンは午後に上昇し、ボラティリティは低下していたことが確認できた。この傾向は日銀の買い入れ増額に伴い増幅されていた。ただし、2014 年 10 月の追加緩和からコロナ危機までの間、日銀の ETF 買い入れが午後の株価リターンやボラティリティに及ぼす影響は TOPIX と日経平均とで対照的であった。この期間、TOPIX 連動の ETF 買い入れは午後の TOPIX リターンを押し上げたが、日経平均連動の ETF 買い入れは日経平均の午後のリターンの上昇を抑える方向に働いた。これは、日銀が ETF の買い入れ総額を引き上げつつ、TOPIX に連動する ETF の購入割合を高めたためと推察される。

日銀は ETF 買い入れの目的をリスクプレミアムに働きかけるためと説明している。ETF の買い入れがリスクプレミアムに及ぼす影響を複数の指標から考察する。株式益回りと安全資産利子率の差で表されるイールドスプレッドは日次で見ても週次で見ても縮小していることが確かめられた。また、オプション価格から計算される危険中立測度 Q の下でのボラティリティと、過去の市場価格から計算される実測度 P の下でのボラティリティの差で示される分散リスクプレミアム (Variance Risk Premium) も、日銀の ETF 買い入れによって縮小していた。

もっとも、ETF 買い入れの影響をクロスセクション方向のリスクプレミアムからとらえると、別の姿が浮かび上がる。TOPIX 構成銘柄を対象にしたパネルデータ分析の結果、日銀の ETF 買い入れがイールドスプレッドを縮小したのは、TOPIX 構成銘柄の中でも時価総額が小さい企業 500 社、もしくは時価総額が 100 億円を下回る企業で、相対的に規模の大きな企業のイールドスプレッドに働きかけたわけでは必ずしもなかった。将来の出口局面で考慮しなければならない点と言える。