情報提供資料

2018年9月12日
三井住友アセットマネジメント
シニアストラテジスト　市川　雅浩

市川レポート（No.557）

ETFステルス・テーパリングの議論について

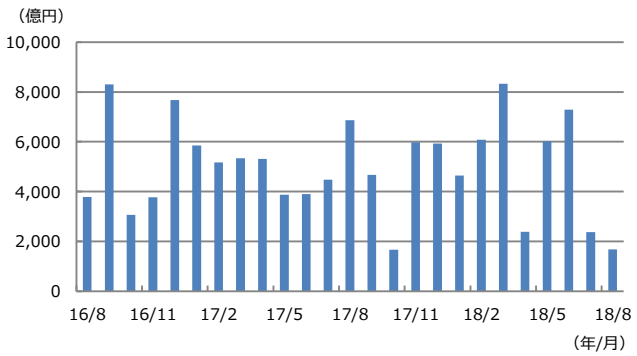
- 8月のETF買い入れが少額にとどまったため、市場ではETFステルス・テーパリングの議論が活発化。
- テーパリング開始との判断は早計だが、新方針が示された以上、まだ開始されずという判断も困難。
- 日銀は株式市場が堅調地合いにある間は減額を意識するオペレーションを念頭に置いた可能性。

8月のETF買い入れが少額にとどまったため、市場ではETFステルス・テーパリングの議論が活発化

日銀は7月30日、31日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ました。この時、ETFおよびJ-REITの買い入れ額に関し、「上下に変動しうる」という新たな方針を示しました。決定会合後、8月の買い入れ額は約1,682億円となり、ETF保有残高の増加ペースが年間約6兆円となった2016年8月以降、2番目に少ない月間の買い入れ額となりました（図表1）。

8月の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の観測が広がりました。ただ、ステルス・テーパリングの開始をみる向きがある一方、まだ開始されていないとみる向きもあり、議論は分かれています。そこで、今回のレポートでは、少し論点を整理してみます。

【図表1：日銀の月間ETF買い入れ額】



（注）　データは2016年8月から2018年8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】

日付	TOPIX騰落率（%）	ETF買い入れ額（億円）
9月3日	-0.63	703
9月4日	0.04	0
9月5日	-0.75	703
9月6日	-0.51	703
9月7日	-0.74	703
9月10日	0.27	0
9月11日	0.39	0

（注）　TOPIXは前日終値から当日前場終値までの騰落率。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を含まず。
（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

テーパリング開始との判断は早計だが、新方針が示された以上、まだ開始されずという判断も困難

まず、ステルス・テーパリングはすでに開始されたという見方について、確かに8月の買い入れ総額は少額にとどまりましたが、決定会合後、わずか1カ月の実績に過ぎず、これだけで判断するのはやや早計です。また、買い入れ額は上下に変動しうるとしている以上、株式のリスクプレミアムが拡大する局面が続けば、ETFの買い入れ額が数カ月にわたって膨れ上がることも十分考えられます。

一方で、ステルス・テーパリングはまだ開始されていないと断言するのも、また難しいように思われます。7月の会合で新たに示された、ETFおよびJ-REITの買い入れ額は上下に変動しうるという方針は、8月以降の買い入れオペレーションに何らかの変化を加えるという日銀のメッセージと解釈するのが自然です。単に従来のオペレーションを継続するのであれば、わざわざ新方針を示す必要はありません。

日銀は株式市場が堅調地合いにある間は減額を意識するオペレーションを念頭に置いた可能性

以上より、ETFのステルス・テーパリングについては、現時点ですでに開始されたとも、まだ開始されていないとも言い切れないように思われます。しかしながら、少なくとも日銀は8月以降、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。

参考までに、9月に入ってからのETF買い入れは、東証株価指数（TOPIX）の前場の終値が、前日の終値から0.5%以上下落した日に実施されています（図表2）。年初から7月までは、少なくとも下落率が0.3%を超えれば買い入れが行われていました。最後に、次の点を確認しておきます。7月の会合で決定された措置により、フォワードガイダンスを活用して、資産買い入れ額を段階的に縮小できる環境は一応整いました。そのため、日銀は出口戦略を進めようと思えば、それがステルス形式でも、可能な状況にあります。

- 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