

# 日銀ETF出口論議に欠ける「総論」

日銀が保有するETFの出口問題に対する関心が高まっている。既に具体的な出口策が多数提案されているが、「各論」が先行し過ぎている点が気がかりだ。まず必要なことは個別具体の「アイデア」ではなく、「大きな方針」である。

## 「各論」飛び交う日銀ETFの出口論議

日本銀行が保有するETFの出口問題に対する関心が高まっている。日銀がETFの買入れを開始してから10年が経過し、日経平均株価28,000円を超えたこと（買入決定時は9,300円前後）から、この政策を続ける意義が薄れてきていることは明らかだが、「インフレ目標未達の段階で、出口論は時期尚早」との反論もありえよう。確かに、2%のインフレ目標を達成するために開始された量的・質的金融緩和は、ETFやJ-REITの買入れも含めた包括的なパッケージであることは事実である。しかし、インフレ目標を達成する上での直接の政策経路はあくまで金利であり、株価ではない。このため、インフレ目標の達成度合いとは関係なく、今後は「出口論」が現実に進む可能性がある。

ただ、35兆円に上るETFを、日銀が直接市場で売却するとなると株価への影響は避けられないため、何らかの工夫が必要というのが市場関係者の共通認識であり、これを前提に具体的な出口策が提案されている<sup>1)</sup>。

例えば、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）に市場を通さず取得原価で買い取ってもらう案がある。あるいは、かつての香港に倣い、「割引価格で個人に譲渡する」策も提案されている<sup>2)</sup>。その他、2021年度に設立予定の「大学ファンド」に譲渡する、iDeCoを受け皿にする、企業に自社株買いを要請するなど、市場関係者の間で多様な出口策が提起されている。

しかしながら、例えばGPIFを受け皿とする案では、基本ポートフォリオの大幅な変更が求められるが、日銀ETFの受け皿が必要という理由だけで、変更されるとは

考え難い。逆に基本ポートフォリオを変えない場合、GPIFが日銀からETFを買い取る分だけ、元々市場で買う予定だった資金が市場に向かわなくなり、株式市場への下押し圧力は不可避となる。「香港方式」を採用する場合でも、割引価格とはいえ株価次第では個人が損失を被る可能性は残るし、資力のある特定個人に対する優遇策になる可能性が高く、公平性の観点から問題が残る。

他の案についても、それぞれ指摘すべき点はあるかもしれないが、それよりも、現在の出口論議は全体的に「各論」が先行し過ぎしており、個別策を評価する前提となる「総論」（大きな方針）が抜け落ちているのではないかという印象を受ける。同時に、いかに少ないコストで日銀からETFをオフバランスさせるかも重要なはずだが、これまで提案されている案の中で総論がどこまで考慮されているかは不明である<sup>3)</sup>。

## 交付国債を活用した日銀から政府へのETF移転

筆者は、最終的にどのような出口策を採用するにしても、中間的なステップとして、日銀から政府にETFを移転させるのは必要不可欠なプロセスだと考えている。しばしば指摘される日銀の財務の健全性も重要だが、なによりETFを最終的にどうするかは、政府による意思決定が必要と考えるからだ。だが、この場合に問題になるのは財源だろう。「政府が買い取る」という場合、単純に考えると、政府が35兆円の国債発行によって資金を調達し、それを買い取りの原資にあてる、という構図が思い浮かぶ。しかし、35兆円とはコロナ前の年間新規発行額を上回る規模だ。实体经济に対して有効需要を一切生まない35兆円もの国債発行が許容されるとは考えに

## NOTE

- 1) 例えば、「日銀ETF 出口戦略を問う」(日経電子版 2021年1月17日 2:00)を参照。
- 2) 1998年8月14日から28日までの2週間、香港の通貨当局は投機筋への対抗策として、株式市場への介入に踏み切った。買付けた株式の出口策として、香港政府はETFの組成と売出しを行った。その際、個人に割引価格での売却や長期保有に対するインセンティブを付与するなどした。一連の経緯については、銭谷馨(2001)「香港政府による上場投資信託(ETF)の組成」(資本市場クォーターリー 2001年秋号、野村資本市場研究所)に詳しい。
- 3) 日銀からのオフバランスに言及した論考としては、木内登英(2020)「日銀ETF買入れ10年と将来の処理スキームの展望」(木内登英のGlobal Economy & Policy Insight 2020/12/14, NRI)が挙げられる。同論考では、2002年に設立された銀行等保有株式取得機構を念頭に、ETF買取のための専門機関の設立を展望している。
- 4) 財務省「債務管理レポート2020」。
- 5) 日本銀行「第136回事業年度上半期財務諸表等」。

く。

このため、若干技術的だが、必要な法的措置がなされるという前提で、交付国債の活用を提案したい。交付国債とは「国が金銭の給付に代えて交付するために発行する債券で、債券の発行による発行収入金が発生しないもの」とされている<sup>4)</sup>。「国に持ち込んで償還を求めれば金銭に換えられる権利」と理解してよい。この場合、実際に市場等から資金調達している訳ではないため、発行時点の予算では新規の国債発行にはカウントされない。政府がこの交付国債を発行して日銀に交付し、ETFを政府に移す。交付国債とETFを等価交換すれば、日銀はETFのオフバランスに伴う損失を回避でき、政府は発行時点の財政負担を回避できる。あとは、毎年の国庫納付金やETFの分配金収入とのバランスを考慮しながら、日銀と政府の間で交付国債の償還の要否やペースを継続的に協議していけば良いのではないかと。

このスキームの最大の利点は、ETFのオフバランスに伴う損失リスクと、最終的な出口策の中身を切り離して考えられる点にある。例えば、ある出口策が「ETF売却によって日銀がキャピタルゲインを得る」のが前提だとすると、それを採用できるかは「株価次第」になってしまうが、この場合はそのような不確実性がなくなる。

## 政府によるETF最終処理に関する基本方針の策定

上記のスキームで日銀から政府にETFが移転された上で、最終的にどうするかを考えていく際には、大まかには「保有」「有償譲渡」「無償譲渡」の3つの方向が考えられる。「保有」とは、ETFからの分配金を継続的な財源と位置付けるものである。株式市場において政府が

大きなプレゼンスを維持することへの批判は予想されるものの、理屈上はあり得る。20年度上期で日銀は約6,000億円のETF分配金収入を計上しており、財源としても相応の規模といえる<sup>5)</sup>。「有償譲渡」とは売却して財源にあてるという意味である。最もわかりやすいが、規模が大きいくらいに相当時間がかかるだろう。最後の「無償譲渡」とは、財源にあてるとはではなく、ETFという証券の形をそのまま民間部門に譲渡するものだ。ここで民間部門という場合、法人ではなく一般個人と考えるのが現実的だろう。政府保有ETFはすべて財源にあてると判断される場合は別だが、財源としてではなく、様々な「政策リソース」として活用するという判断が下されれば、この方向が生きてくる。

これら3つを財政計画や経済政策と整合的な形でどう組み合わせるか、そして何年の時間をかけて、最終的に政府保有額をいくらまで減らすのか。こうした原則がないと、無数の「各論」が雨後の筍のように出てきてしまうだけでなく、タイミングを失うことで政策財源としての過度な期待の高まりや、市場に対して無理な売却圧力がかかる危険性がある。この意味でも、まず求められるのは個々のアイデアではなく「総論」であり、その議論を政府がリードしていく上でも、日銀から政府へのETFの移管がまずは優先して考えられるべきではないだろうか。

## Writer's Profile



竹端 克利 Katsutoshi Takehana

金融イノベーション研究部  
上級研究員  
専門は金融制度論  
focus@nri.co.jp