

No. 1289 (2024. 8.27)

## 日本銀行が保有する ETF の出口戦略

はじめに

I 日本銀行による ETF 買入れの経緯と現状

- 1 ETF 買入れの意義
- 2 ETF 買入れ策の導入
- 3 ETF 買入額及び保有残高の推移

II 日本銀行保有 ETF の処分方法 (出口戦略)

- 1 ETF 処分の必要性

2 日本銀行の見解

3 国会の動き及び政府の見解  
4 有識者の見解

5 香港金融管理局 (HKMA) の事例

おわりに

キーワード：日本銀行、ETF (指数連動型上場投資信託受益権)、出口戦略、香港金融管理局 (HKMA)

- 日本銀行の ETF (指数連動型上場投資信託受益権) 保有残高は、昨今の株高を背景に含み益が膨らんでおり、株式の配当に相当する ETF の運用益 (分配金) も増加傾向にある。ETF の新規買入れは停止されたものの、ETF は償還期限がない資産であり、株式相場が下落すれば日本銀行の財務悪化の懸念もあることから、処分に向けた何らかの戦略が必要である。
- ETF の処分方法をめぐり、日本銀行は、具体的な処分方法について言及するのは時期尚早であるとしている。有識者からは、長期にわたる少額での市場売却、公的機関への譲渡、国民への譲渡など、様々な提案がある。ただし、いずれの提案も、処分完了まで時間がかかりすぎる事、巨額の財源調達の実現性があること、株価への悪影響があること、格差拡大の懸念があること等、実現には困難が伴う。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 あおき 青木 ふみ

第 1289 号

## はじめに

植田和男総裁の下、日本銀行は、令和6(2024)年3月18・19日の金融政策決定会合で、金融政策の枠組みを見直すことを決定した<sup>1</sup>。具体的な決定の内容は、マイナス金利政策<sup>2</sup>の解除、長短金利操作(Yield Curve Control: YCC)<sup>3</sup>の撤廃、リスク性資産の買入れ終了、マネタリーベース<sup>4</sup>の残高に関するオーバーシュート型コミットメント<sup>5</sup>の終了等である。さらに、同年7月30・31日の金融政策決定会合では、追加利上げと長期国債買入れの減額計画を決定した<sup>6</sup>。この結果、平成19(2007)年2月の利上げ<sup>7</sup>を最後に一貫して金融緩和を続けてきた日本銀行の金融政策は、転換点を迎つつある。

上述の決定内容のうち、リスク性資産の買入れについて、①ETF(指数連動型上場投資信託受益権)<sup>8</sup>及びJ-REIT(不動産投資法人投資口)<sup>9</sup>は、新規の買入れを終了、②CP(コマーシャル・ペーパー)<sup>10</sup>等及び社債等は、買入額を段階的に減額し、1年後をめどに買入れを終了することとなった。リスク性資産のうち、ETF及びJ-REITは、国債等と違い償還期限がない資産であるため、売却等で処分されない限り日本銀行のバランスシート上に残り続ける<sup>11</sup>という特徴がある。特に、ETFは、日本銀行の保有残高が巨額<sup>12</sup>であるため、その処分方法(出口戦略)をめぐって、有識者が様々な提案を発表している。

\* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、令和6(2024)年8月6日である。

<sup>1</sup> 日本銀行「金融政策の枠組みの見直しについて」2024.3.19. <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2024/k240319a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240319a.pdf)>

<sup>2</sup> 日本銀行当座預金を、「基礎残高」、「マクロ加算残高」、「政策金利残高」の3階層に分割し、基礎残高にはプラス0.1%の金利、マクロ加算残高には0%の金利、政策金利残高に▲0.1%の金利を適用する政策(日本銀行「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入)2016.1.29. <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2016/k160129a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160129a.pdf)>。

<sup>3</sup> 金融市場調節によって短期金利及び長期金利(新発10年物国債の流通利回り)を目標とする水準に誘導する金融政策の枠組み(日本銀行「金融緩和強化のための新しい枠組み:「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」)2016.9.21. <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2016/k160921a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2016/k160921a.pdf)>。長短金利操作については、梶朋美・青木ふみ「長短金利操作の運用見直し—日本銀行の大規模な金融緩和の行方—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』1220号, 2023.2.27. <<https://doi.org/10.11501/12631979>> も参照。

<sup>4</sup> 日本銀行が世の中に直接的に供給する通貨の総量のこと。具体的には、市中に流通している現金(日本銀行券と硬貨の流通高)と日本銀行当座預金との合計値である。

<sup>5</sup> オーバーシュート型コミットメントとは、消費者物価上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続することを公約し、2%の「物価安定の目標」の実現に対する人々の信認を高めることを狙う金融政策の枠組みのことである(日本銀行 前掲注(3))。

<sup>6</sup> 日本銀行「金融市場調節方針の変更および長期国債買入れの減額計画の決定について」2024.7.31. <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2024/k240731a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240731a.pdf)>

<sup>7</sup> 1990年代以降における金融政策の緩和から引締めへの転換点は、2回ある。1回目は、平成12(2000)年8月のゼロ金利政策解除である。2回目は、平成18(2006)年3月の量的緩和政策の解除である。量的緩和政策の解除に続けて、同年7月にゼロ金利政策の解除、平成19(2007)年2月に第2次利上げが実施された。

<sup>8</sup> ETF(Exchange Traded Funds)とは、証券取引所に上場し、株価指数などに代表される指標への連動を目指す投資信託を指す。

<sup>9</sup> J-REIT(J(Japanの頭文字)-Real Estate Investment Trust)とは、投資家から集めた資金で、複数の不動産を購入し、その賃貸収入や売買益を投資家に分配する商品を指す。投資対象は不動産であるが、法律上、投資信託の一種とされる。

<sup>10</sup> CP(Commercial Paper)とは、企業が短期の資金を調達するために発行する無担保の約束手形を指す。社債の償還期間は1年以上が一般的であるが、CPの償還期間は1年未満で主に30日以内に設定される。

<sup>11</sup> 日本銀行は、ETFについて、一定の条件に抵触した場合は処分すると規定している(「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」2013.4.4決定, 2024.3.19改正. 日本銀行ウェブサイト <[https://www.boj.or.jp/mopo/measures/term\\_cond/yoryo85.htm](https://www.boj.or.jp/mopo/measures/term_cond/yoryo85.htm)>)。

<sup>12</sup> 令和6(2024)年3月末時点で、日本銀行のETFの保有残高は簿価約37.2兆円(時価約74.5兆円)、J-REITの保有残高は簿価約6600億円(時価約7400億円)である。同月末時点の我が国全体のETF純資産総額は、時価約89.6兆円であり、純資産総額に占める日本銀行のETF保有割合は約83%である。また、同月末時点の日本銀行の総資産は、約756兆円であり、ETFは、時価ベースで総資産の約10%を占める(日本銀行「第139回事業年度(令和5年度)決算等について」2024.5.29. <<https://www.boj.or.jp/about/account/zai2405a.htm>>; 「統計データ」投資信託協会ウェブサイト <<https://www.toushin.or.jp/statistics/>>)。

そこで、本稿では、日本銀行によるETF買入れの経緯と現状を確認し、その処分方法に関する有識者の提案を整理する。なお、日本銀行が保有するETFの処分は、大規模な金融緩和の出口戦略の一手段であり、出口戦略のその他の要素と切り離して考えるのは、本来困難な面があることに注意を要する<sup>13</sup>。

## I 日本銀行によるETF買入れの経緯と現状

ETFは、投資信託の一種であるが、一般の投資信託との大きな違いとして、金融商品取引所に上場しているという特徴がある。ほかにも、ETFには、市場が開いている間、変動する取引価格にあわせてリアルタイムに売買することが可能、購入時手数料や保有期間中の手数料（信託報酬）が安いという特徴がある<sup>14</sup>。また、ETFは、1万円未満の少額でも購入可能で、NISA（少額投資非課税制度）を活用して購入する個人投資家も多い<sup>15</sup>。

本章では、ETF買入れの意義や、日本銀行がETF買入れを導入した経緯、買入れ終了に至るまでの間、買入残高限度額（年間買入ペース額）・買入額・保有残高がどのように推移したのかを確認する。

### 1 ETF買入れの意義

まず、そもそも日本銀行がなぜETFを買い入れたのかを簡単に確認する。中央銀行は、金融緩和を進める必要があるときには、政策金利（名目短期金利）の引下げを行う。しかし、その政策金利には、通常ゼロ金利制約（政策金利をマイナスにはできない。）という壁がある。政策金利がゼロ%近傍まで到達し、これ以上政策金利を下げられない状況の中でも、更に金融緩和が必要とされる困難な局面で採用される異例の政策が、いわゆる「非伝統的金融政策」である<sup>16</sup>。ETFの買入れは、「非伝統的金融政策」の一種であり、日本銀行は、ETFなどのリスク性資産を大量に買い入れることによって、価格変動リスクに応じて決まるリスク・プレミアム<sup>17</sup>の縮小<sup>18</sup>を促し、

<sup>13</sup> 本稿では、ETF以外も含めた出口戦略全般についての詳細な考察は避けるが、例えば、日本銀行が今後利上げを進めるなどの金融政策の正常化（すなわち出口戦略）を進める際には、逆ざやが生じて日本銀行の財務が悪化することが懸念されている。そのため、株式の配当に相当するETFの運用益（分配金）がなければ日本銀行の財務面への負のインパクトが大きくなる可能性があるとの指摘もある（「利上げとETF放出、両立難しく 日銀、甘くない緩和出口 編集委員 清水功哉」『日本経済新聞』2023.6.5.）。

<sup>14</sup> ETFの概要については、日本証券経済研究所編『図説日本の証券市場 2024年版』2024, pp.120-121. <[https://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market\\_34/34\\_all.pdf](https://www.jsri.or.jp/publish/market/pdf/market_34/34_all.pdf)>; 「ETFと投資信託の違いを教えてください」日本証券業協会ウェブサイトを <<https://www.jsda.or.jp/jikan/qa/068.html>> を参照。

<sup>15</sup> 「ゼロからわかる！ETF異例の爆買の後始末 日銀ができる対応策とは？」『毎日新聞』（電子版）2024.3.15.（最終更新 2024.3.17.）

<sup>16</sup> 中島真志・島村高嘉『金融読本 第32版』東洋経済新報社, 2023, pp.273-275.

<sup>17</sup> 安全資産（国債等）ではない資産に投資するリスクに対する報酬として投資家が要求する、安全資産利子率を上回る期待超過収益率のこと。リスク・プレミアムの状況を捉える単一の指標はなく、日本銀行は、企業収益や配当の動向、株価変動や金利水準といった様々なデータや指標の動きを踏まえつつ、市場参加者からのヒアリング情報なども加味した上で、総合的に判断している（日本銀行「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」2021.3.19, p.13. <<https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/transparency/rel210322b.pdf>>; 平山賢一『日銀ETF問題—最大株主化—の実態とその出口戦略—』中央経済社, 2021, p.25.）。指標の具体例として、日本銀行は、国債利回りと株式の利回りの差、株価純資産倍率（PBR）、株価収益率（PER）、ボラティリティー（資産価格の変動性）を挙げている（第198回国会参議院財政金融委員会会議録第12号 令和元年5月30日 pp.6-7. <<https://kokkai.ndl.go.jp/minutes/api/v1/detailPDF/img/119814370X01220190530>>）。

<sup>18</sup> 中央銀行が資産価格を下支えすることが明らかになれば、買取対象となった資産は、必然的に価格変動リスクが

金利水準全般の更なる引下げを目指した<sup>19</sup>。

植田総裁は、令和5(2023)年5月10日の参議院決算委員会において、ETF買入は「リスクに対して要求される対価、これをプレミアムと呼んでおりますが、これが過度に拡大し、投資家のリスクテイク姿勢が極端に慎重化するというを防ぐ狙い」があるとした上で、「リスク・プレミアムを抑制することで金融市場の不安定な動きが企業や家計のコンフィデンス、これを悪化させるということを防止して、設備投資あるいは個人消費の下支えに役立っている」との考えを示している<sup>20</sup>。

## 2 ETF買入れ策の導入

### (1) 「包括的な金融緩和政策」における「資産買入等の基金」の創設

日本銀行は、白川方明総裁(当時)の下で、金融緩和を一段と強力に推進するため、平成22(2010)年10月5日に、「包括的な金融緩和政策」の導入を決定した<sup>21</sup>。同日に行われた会見で、白川総裁は、短期金利の低下余地が限界的となっている状況を踏まえ、長めの市場金利の低下と各種リスク・プレミアムの縮小を促していくために、日本銀行のバランスシート上に「資産買入等の基金」<sup>22</sup>を臨時的に創設し、多様な金融資産の買入れ等を行うことが適当であると判断した旨を説明している<sup>23</sup>。

また、白川総裁は、リスク・プレミアムの縮小を促すための金融資産の買入れは、異例性が強い措置であるとも述べている<sup>24</sup>。実際に、現在に至るまで、アジア通貨危機の際に香港金融管理局(Hong Kong Monetary Authority: HKMA. 香港の中央銀行に相当する。以下「HKMA」とする。)が危機対応として個別株式を買入れた事例(後述II-5)はあるものの、海外の先進国の中央銀行が株式又はETFを買入れた事例はないとされる<sup>25</sup>。買入れ対象とする資産については、波及効果や買入れの公正性の観点から金融政策決定会合において検討がなされ、ETF

---

低下する。価格の下落リスクが低ければ、投資家は平均的に低いリターンでもその資産を購入するため、リスク・プレミアムは縮小する(小林照義『金融政策 第2版』(ベーシック+)中央経済社, 2020, p.165.)。

<sup>19</sup> 大森健吾「日本銀行によるリスク性資産の買入れ—効果・副作用・出口の議論—」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』1108号, 2020.7.30, pp.1-3. <<https://doi.org/10.11501/11517930>>; 白川方明『中央銀行—セントラルバンカーの経験した39年—』東洋経済新報社, 2018, pp.381-384.

<sup>20</sup> 第211回国会参議院決算委員会会議録第7号 令和5年5月10日 p.2. <<https://kokkai.ndl.go.jp/minutes/api/v1/detailPDF/img/121114103X00720230510>>

<sup>21</sup> 日本銀行「「包括的な金融緩和政策」の実施について」2010.10.5. <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2010/k101005.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2010/k101005.pdf)> 日本銀行によるリスク性資産買入れの経緯については、大森 前掲注(19), pp.3-5も参照。

<sup>22</sup> 「資産買入等の基金」は、国債、CP、社債、ETF、J-REITなど多様な金融資産の買入れと固定金利方式・共通担保資金供給オペレーションを行う目的で創設された。日本銀行のバランスシートにおいては、「資産買入等の基金」は資産サイドに計上され、負債サイドでは、資産サイドが「資産買入等の基金」の増加等によって拡大する下で、日銀当座預金残高が増加基調をたどった(日本銀行 同上; 日本銀行金融市場局「2012年度の金融市場調節」2013.5, pp.15-18. <[https://www.boj.or.jp/research/brp/ron\\_2013/data/ron130509a.pdf](https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2013/data/ron130509a.pdf)>.)。

<sup>23</sup> 日本銀行「総裁記者会見要旨(10月5日)」2010.10.6, pp.1-3. <[https://www2.boj.or.jp/archive/announcements/press/kaiken\\_2010/kk1010a.pdf](https://www2.boj.or.jp/archive/announcements/press/kaiken_2010/kk1010a.pdf)>

<sup>24</sup> 同上

<sup>25</sup> 第203回国会参議院予算委員会会議録第1号 令和2年11月5日 p.20. <<https://kokkai.ndl.go.jp/minutes/api/v1/detailPDF/img/120315261X00120201105>> 金融政策目的ではないものの、資産運用目的としてノルウェー銀行(中央銀行)やスイス国立銀行(中央銀行)が世界の個別株に分散投資している事例はみられる。なお、スイス国立銀行の株式買入れは、当初は金融政策目的であったとされる(“How we invest.” Norges Bank Investment Management website <<https://www.nbim.no/en/the-fund/how-we-invest>>; “Asset structure.” Swiss National Bank website <<https://www.snb.ch/en/the-snb/mandates-goals/investment-assets/assets-structure>>; 下田知行「あらためて考える日銀ETF買入れの意義と出口戦略—市場が欲する範囲で処分を始め、買入れ余力を高める「奇策」も—」『金融財政事情』3412号, 2021.8.17, pp.26-30.)。

は個別性がなく、市場全体への波及も期待できるという点がメリットとして挙げられている<sup>26</sup>。

当初0.45兆円程度であったETFの買入残高限度額は、その後、段階的に増額された(表1)。

## (2) 「量的・質的金融緩和」の導入

平成25(2013)年3月に、黒田東彦総裁(当時)が就任すると、日本銀行は、一段と積極的な金融緩和に踏み切った。同年4月4日には、「量的・質的金融緩和」の導入が決定され、「資産買入等の基金」が廃止されるとともに、新たにETFの年間買入ペース額の目標が設定された<sup>27</sup>。黒田総裁の下で、ETFの年間買入ペース額は段階的に拡大された(表1)。

表1 日本銀行のETFの年間買入ペース額(買入残高限度額)の推移

2010年10月28日	2011年末を目途に、買入残高限度額(0.45兆円程度)になるように実施。
2011年3月14日	2012年6月末を目途に、買入残高限度額(0.9兆円程度)になるように実施。
2011年8月4日	2012年末を目途に、買入残高限度額(1.4兆円程度)になるように実施。
2012年4月27日	2013年6月末を目途に、買入残高限度額(1.6兆円程度)になるように実施。
2012年10月30日	2013年末を目途に、買入残高限度額(2.1兆円程度)になるように実施。
2013年4月4日	ETF保有残高が、年間約1兆円に相当するペースで増加するように買入れ。
2014年10月31日	ETF保有残高が、年間約3兆円に相当するペースで増加するように買入れ。
2016年1月29日	ETF保有残高が、年間約3兆円に相当するペースで増加するように買入れ。これとは別枠で、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を対象とするETFを買入れ(年間約3000億円)。(計約3.3兆円)
2016年7月29日	ETF保有残高が、年間約6兆円(うち約3000億円は、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を対象とするETF)に相当するペースで増加するように買入れ。
2018年7月31日	ETF保有残高が、年間約6兆円(うち約3000億円は、「設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業」を対象とするETF)に相当するペースで増加するように買入れ(その際、資産価格のプレミアムへの働きかけを適切に行う観点から、市場の状況に応じて、買入額は上下に変動し得るものとする。)
2020年3月16日	2018年7月に決定された方針を原則としつつ、当面は、年間約12兆円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的に買入れ(新型コロナウイルス感染症の影響への対応のための臨時措置)。
2021年3月19日	新型コロナウイルス感染症の影響への対応のための臨時措置として決定した約12兆円の年間増加ペースの上限を、感染症収束後も継続することとし、必要に応じて買入れ。
2024年3月19日	ETFの新規の買入れを終了。

(出典)「金融市場調節方針に関する公表文」日本銀行ウェブサイト <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state\\_all/index.htm](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/state_all/index.htm)> を基に筆者作成。

黒田総裁は、平成25(2013)年4月の記者会見において、「量的にみても、質的にみても、これまでとは全く次元の違う金融緩和を行う」と述べており、「質の面では、長期国債の買入れの平均残存期間を従来の2倍以上に伸ばし、長めの金利に働きかけるほか、ETFの保有残高

<sup>26</sup> 「政策委員会・金融政策決定会合議事録(2010年10月4、5日開催)」2021.1.25, pp.111-114. 日本銀行ウェブサイト <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/record\\_2010/gjrk101005a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/record_2010/gjrk101005a.pdf)>

<sup>27</sup> 日本銀行「「量的・質的金融緩和」の導入について」2013.4.4. <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2013/k130404a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2013/k130404a.pdf)> 日本銀行政策委員会審議委員(当時)の白井さゆり氏は、白川総裁の下で行っていた「包括的な金融緩和政策」について、「資産買入等の基金」の「下での金融緩和の方法では、効果が限界に近づいていた」ことを指摘した上で、「従来の買入方法と異なる新たな買入方法を模索すべき時期に来ていた」との見方を示している(白井さゆり「我が国の経済・物価情勢と新しい金融緩和政策：金融政策の過去と現在—旭川市金融経済懇談会における挨拶要旨—」2013.6.13, pp.15-16. 日本銀行ウェブサイト <[https://www.boj.or.jp/about/press/koen\\_2013/data/ko130613a1.pdf](https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2013/data/ko130613a1.pdf)>)。

を2倍以上にするなど資産価格のプレミアムへの働きかけも強化」するとした<sup>28</sup>。ETFの買入れは、異次元とも称される金融緩和の政策手段の一つであり、「現在採り得るあらゆる手段」<sup>29</sup>の一つとして、推進された。

### 3 ETF買入額及び保有残高の推移

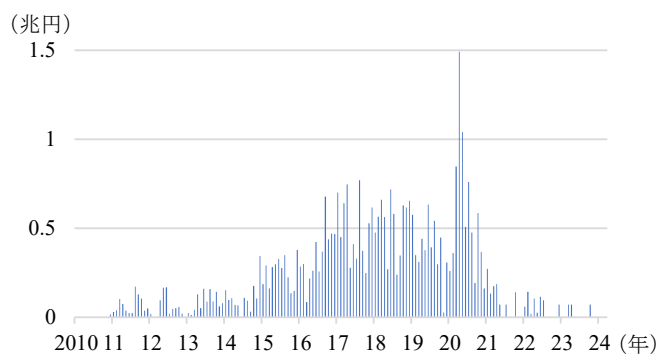
#### (1) 買入額の推移

平成25(2013)年1月から令和3(2021)年5月まで、日本銀行は毎月ETFの買入れを実施してきた。その買入額は、市況や買入方針の変更等もあり一定ではないものの、おおむね平成29(2017)年をピークとして減少傾向にあったが、令和2(2020)年3月以降は、新型コロナウイルス感染症の影響への対応のための臨時措置が実施され再拡大した。コロナ禍が落ち着いた令和3(2021)年6月以降は、ETF買入れが実施されない月が目立つようになり、令和5(2023)年に実施されたETF買入れは、直近10年間で最も少ない3回にとどまった<sup>30</sup>(図)。

#### (2) 保有残高の推移

日本銀行が保有するETFの残高は、買入額の拡大とともに、増加を続けてきた(表2)。令和5(2023)年度末時点の、日本銀行のETF保有残高は、簿価37.2兆円(時価74.5兆円)であり、特に、昨今の株高を背景に簿価と時価の差額(含み益)が膨らんでいる。また、日本銀行は、株式の配当に相当するETFの運用益(分配金)を得ており、令和5(2023)年度の分配金は、1.2兆円である<sup>31</sup>。

図 日本銀行によるETF買入額の推移



(注) 月次単位の推移(2010年1月～2024年3月)。なお、日本銀行が初めてETF買入れを実施したのは、2010年12月である。  
(出典) 「日銀当座預金増減要因と金融調節(実績)」日本銀行時系列統計データ検索サイト <<https://www.stat-search.boj.or.jp/index.html#>> を基に筆者作成。

表2 日本銀行のETF保有残高(年度末時点)の推移

(単位: 億円)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
簿価	15,726	28,686	45,720	75,676	131,611	193,384	250,011	309,122	360,649	366,255	371,160	371,861
時価	21,228	38,659	69,637	87,660	159,303	244,845	289,136	312,203	515,093	513,109	531,517	744,982

(出典) 日本銀行「財務諸表」<<https://www.boj.or.jp/about/account/index.htm>> を基に筆者作成。

## II 日本銀行保有ETFの処分方法(出口戦略)

本章では、まずII-1でETFの処分が必要な理由を説明した上で、II-2からII-4では、困難が予想されるETFの処分方法について、日本銀行、政府、有識者の見解を整理する。さらに、II-5

<sup>28</sup> 日本銀行「総裁記者会見要旨(2013年4月4日)」2013.4.5, p.2. <[https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken\\_2013/kk1304a.pdf](https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2013/kk1304a.pdf)>

<sup>29</sup> 同上 p.8.

<sup>30</sup> 3月13日、3月14日、10月4日にそれぞれ701億円買入れ(「オペレーション」日本銀行ウェブサイト <<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/fm/ope/index.htm>>)。

<sup>31</sup> 日本銀行 前掲注(12) 分配金も、昨今の株高を背景に増加傾向にある。

では、中央銀行に相当する機関が買い入れたリスク性資産を処分した先行事例として言及されることの多いHKMAの事例を紹介する。

## 1 ETF処分の必要性

ETFの処分方法について論じる前に、そもそもなぜETFを処分する必要があるのかについて確認する。ETFなどのリスク性資産買入れの副作用としては、①市場メカニズムへの影響、②企業統治への影響、③日本銀行の財務への影響が考えられる<sup>32</sup>。①市場メカニズムへの影響について、ETFなどのリスク性資産の買入れは、資源配分のゆがみを引き起こすおそれがある。例えば、TOPIX等に連動するETFが日本銀行によって買入れられる場合、指数構成銘柄には、企業業績に関係なく資金が流入しやすくなり、市場の価格発見機能が失われるリスクがある<sup>33</sup>。②企業統治への影響について、日本銀行は直接議決権を行使しないため、「物言わぬ株主」が増え、株主による経営チェック機能を低下させているとの指摘がみられる<sup>34</sup>。③日本銀行の財務への影響について、株価下落局面に、日本銀行の財務が悪化<sup>35</sup>すれば、日本銀行から政府に支払われる国庫納付金が減少し、国民の負担につながるおそれがあるほか、適切な金融政策の遂行が妨げられることも懸念されている<sup>36</sup>。

このように、ETFを保有することによる副作用が見逃げせない状態となっているため、何らかの方法により処分することが望ましいと考えられている<sup>37</sup>。しかしながら、ETFの処分には、様々な課題があることが指摘されている。例えば、木内登英氏（野村総合研究所エグゼクティブ・エコノミスト、元日本銀行政策委員会審議委員）は、「大量のETFの買入れを既に大幅に進めてしまった結果、日本銀行が何ら打撃を受けずに、いわば無傷でETFの出口戦略を進めることは、もはや考えられない」と述べている<sup>38</sup>。また、白井さゆり氏（慶應義塾大学教授、元日本銀行政策委員会審議委員）は、日本銀行が「出口に向かうシナリオはまったく見えない」理

<sup>32</sup> 大森 前掲注(19), pp.7-9.

<sup>33</sup> 日本銀行以外にも、年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund: GPIF）が大量の国内株式（令和5（2023）年度末時点で時価61.6兆円）を保有しており、株価の「官製相場化」が進んでいるとの批判もみられる。ただし、GPIFは、年金財政上必要な利回りを確保することを目的に資産運用しており、令和2（2020）年4月1日からの5か年は、国内株式以外にも、国内債券、外国株式、外国債券にそれぞれ25%ずつ投資する基本ポートフォリオとなっている（「巨大化する官製相場 日銀主導で株高演出 公的マネー」『朝日新聞』2020.10.23；「基本ポートフォリオの考え方」年金積立金管理運用独立行政法人ウェブサイト <<https://www.gpif.go.jp/gpif/portfolio.html>>）。

<sup>34</sup> 根本寛之「日銀のETF買入政策の功罪—当面の副作用には社外取締役による監視強化を一」『Research Focus』No.2017-042, 2018.3.30. 日本総合研究所ウェブサイト <<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/10382.pdf>>

<sup>35</sup> 日本銀行が保有するETFの時価が簿価を下回ると、財務の健全性を維持する観点から、引当金を計上することが求められており（日本銀行会計規程第18条の2）、引当金を計上するとすると、日本銀行の経常利益は悪化する。なお、日本銀行が保有するETFの損益分岐点は、令和3（2021）年5月時点で、日経平均株価の水準が2万1千円程度であると試算されている（木内登英『投資家の疑問に答える日銀の出口戦略Q&A』銀行研修社, 2022, pp.12-13; 第204回国会参議院財政金融委員会会議録第10号 令和3年5月13日 p.9. <<https://kokkai.ndl.go.jp/minutes/api/v1/detailPDF/img/120414370X01020210513>>）。

<sup>36</sup> なお、植田総裁は、金融政策の目的はあくまでも「物価の安定」であり、日本銀行の財務等への配慮を理由として、必要な政策の遂行が妨げられるということはないとの見解を示している（植田和男「中央銀行の財務と金融政策運営—日本金融学会2023年度秋季大会における特別講演—」2023.9.30, pp.14-17. 日本銀行ウェブサイト <[https://www.boj.or.jp/about/press/koen\\_2023/data/ko230930a.pdf](https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2023/data/ko230930a.pdf)>）。他方で、日本銀行が債務超過に陥ると、通貨の信認が失われるとの指摘もみられ、日本銀行の財務状況の悪化とその政策遂行能力との関係については議論がある（河村小百合『日本銀行 我が国に迫る危機』講談社, 2023, pp.28-30.）。

<sup>37</sup> 木内 前掲注(35), pp.12-13, 144-147.

<sup>38</sup> 同上, p.147.

由として、ETFを「売らない限りは（自然に残高を）減らせない。売ると株価の下押し材料となり、持ち続けるしかない」点を挙げている<sup>39</sup>。

## 2 日本銀行の見解

日本銀行は、「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」<sup>40</sup>において、ETFを処分する場合には、①市場等の情勢を勘案して適正な対価によること、②日本銀行の損失発生を極力回避すること、③市場等に攪乱（かくらん）的な影響を与えることを極力回避すること、という方針を明らかにしている。

植田総裁は、①の「適正な対価」について、令和5（2023）年5月10日の参議院決算委員会において、「処分価格については時価によることとなるというふうに考えて」いる旨を発言しているが、具体的な処分方法について言及するのは時期尚早であるとしている<sup>41</sup>。

ETFの処分方法は、現時点では未定であるが、金融政策決定会合（令和6（2024）年4月25・26日開催分）において、「ETFの取扱いを検討するにあたり、その処分方法が株式市場の機能に与える影響や市場に及ぼすインパクトの大きさ等を考慮する必要がある。したがって、簡単な解決策はないが、仮に長い時間がかかっても方向としては残高をゼロにしていくべきである」といった意見<sup>42</sup>が出るなど、日本銀行内でも議論が継続しているものとみられる。

また、日本銀行の正式見解ではないものの、日本銀行が保有するETFの分配金を、国債取引などに絡む損失に備える「債券取引損失引当金」の拡充に活用することについて、日本銀行と政府との間で話し合いが行われているとも報じられている<sup>43</sup>。

## 3 国会の動き及び政府の見解

ETFの処分方法（活用方法）については、議員立法の動きを始め、国会審議においても、活発に議論が行われている<sup>44</sup>。

一方、政府は、ETFの処分方法については、日本銀行が検討すべきものであるとしている。鈴木俊一内閣府特命担当大臣（金融）は、令和5（2023）年6月7日の衆議院財務金融委員会において、「日銀が保有するETF、これは日銀が物価安定目標を実現するための金融政策の一環として保有しているものと認識を」しており、「ETFの売却を含めまして、その取扱いにつ

<sup>39</sup> 中村稔「「出口に向かうシナリオはまったく見えない」インタビュー／慶應義塾大学教授 白井さゆり」『東洋経済オンライン』2021.3.6.

<sup>40</sup> 「指数連動型上場投資信託受益権等買入等基本要領」前掲注(11)

<sup>41</sup> 第211回国会参議院決算委員会会議録第7号 前掲注(20), pp.2-3.

<sup>42</sup> 日本銀行「金融政策決定会合における主な意見（2024年4月25、26日開催分）」2024.5.9, p.4. <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche\\_minu/opinion\\_2024/opi240426.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmsche_minu/opinion_2024/opi240426.pdf)> この意見によって、日本銀行は、政府・政界・市場で日本銀行が保有するETFの活用案が提案されていることに対して、株価への影響に配慮しつつ、少しずつでも自らマーケットで時価による処分をしたいとの意向を示し、けん制したようにみえるとの指摘もある（「日銀「ETF処分案」の真意、埋蔵金論をけん制か（ポジション）」『日本経済新聞』2024.5.15.）。

<sup>43</sup> 「日銀、引当金拡充を模索 ETF 分配金活用案 昨年度収入 1 兆円 緩和出口にらみ財務強化」『日本経済新聞』2023.10.19.

<sup>44</sup> 例えば、立憲民主党は、令和6（2024）年6月13日に、「子ども・子育て支援法等の一部を改正する法律の一部を改正する法律案」（第213回国会衆法第28号。以下「日銀保有ETF活用法案」）を衆議院に提出した。「日銀保有ETF活用法案」では、「子ども・子育て支援金」を廃止し、現在日本銀行が保有しているETFから得られる分配金を代替財源として活用することが想定されている。



きましては、金融政策の一環として日銀において検討されるべき事項であって、日銀の独立性を尊重する観点から、政府としてコメントすることは控えるべきである」としている<sup>45</sup>。

また、鈴木大臣は、インタビューにおいて、「日銀には独立性があり（保有 ETF を）将来どうするのか、例えばそれをどう放出するのかといった点は、すべて日銀に任せないといけない。政府内で日銀の ETF を活用するとかしないとかいう議論は避けないといけない」と述べている<sup>46</sup>。

さらに、上述の、ETF の分配金を「債券取引損失引当金」に活用する案に関する報道について、鈴木大臣は、一般論として、「日銀は法令に定める手続に従って、引当金の計上を行うこと」、「その計上方法の変更について、日銀から要請があった場合には、その必要性・妥当性について検討していくこと」を説明した上で、「ETF の将来の処分、今申し上げたような様々な計上方法の変更等も含んだ上での将来の処分を含めた今後の取扱いに」については、「金融政策の一環として日銀において検討されるべき事項であって、政府として検討することはこの際控えたい」としている<sup>47</sup>。

#### 4 有識者の見解

有識者からは、日本銀行が保有する ETF の処分方法について、様々な提案がなされている。日本銀行が保有する巨額の ETF を一気に市場で売却すると、株価への悪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処分方法が提案されている<sup>48</sup>。提案内容は、①長期にわたる少額での市場売却、②公的機関への譲渡、③国民への譲渡の3種類に分類される。それぞれの提案内容を紹介する。なお、②③に係る主な提案を巻末別表にまとめた。

##### (1) 長期にわたる少額での市場売却

木内登英氏は、日本銀行が保有する ETF について、株式市場への悪影響を避けるために、かなり緩やかなペースで売却を進めることが選択肢であると述べている<sup>49</sup>。日本銀行は、過去に金融システム安定策の一環として買い入れた銀行の保有株式を、平成 28（2016）年 4 月から、年間約 3000 億円の規模で売却している<sup>50</sup>。ただし、同氏は、仮に、ETF も年間 3000 億円ほどに絞って売却した場合、売却完了までに 100 年以上かかり現実的な処分方法ではないと述べている<sup>51</sup>。

<sup>45</sup> 第 211 回国会衆議院財務金融委員会議録第 21 号 令和 5 年 6 月 7 日 p.7. <<https://kokkai.ndl.go.jp/minutes/api/v1/detailPDF/img/121104376X02120230607>> 鈴木大臣は、「これまでの日銀は、保有する ETF の処分の方針を定める際には、市場等の状況を勘案し、適正な対価によることとする等を説明していると承知」していること、「政府が財源確保目的でこれら（引用者注：日本銀行保有 ETF）を日銀の簿価で買い取るということが許容されるのか」考える必要があること、一般論として、日本銀行保有「ETF を（中略）若年層の方々に現物給付をするということ」に当たっては、「給付された ETF が売却されることによる株式市場への影響、証券口座非保有者への給付方法」など、様々な論点があることについても述べている。

<sup>46</sup> 「「2000 兆円覚醒、金融の使命」 鈴木俊一氏 金融相（直言）」『日本経済新聞』2024.2.18.

<sup>47</sup> 「鈴木財務大臣兼内閣府特命担当大臣閣議後記者会見の概要（令和 5 年 10 月 20 日（金曜日）」財務省ウェブサイト <[https://www.mof.go.jp/public\\_relations/conference/my20231020.html](https://www.mof.go.jp/public_relations/conference/my20231020.html)>

<sup>48</sup> 竹端克利「日銀 ETF 出口論議に欠ける「総論」」『金融 IT フォーカス』2021.3, pp.2-3. <[https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/kinyu\\_itf/2021/03/itf\\_202103\\_3.pdf](https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/kinyu_itf/2021/03/itf_202103_3.pdf)>

<sup>49</sup> 木内 前掲注(35), pp.144-145.

<sup>50</sup> 日本銀行「（別添）「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入」『当面の金融政策運営について』2015.12.18, p.3. <[https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr\\_2015/k151218a.pdf](https://www.boj.or.jp/mopo/mpmdeci/mpr_2015/k151218a.pdf)> 売却規模である年間 3000 億円は、平成 27（2015）年 11 月時点の時価から算出された。

<sup>51</sup> 木内 前掲注(35), pp.144-145.

## (2) 公的機関への譲渡

日本銀行が保有するETFを、公的機関に譲渡することを提案する有識者もいる。例えば、平山賢一氏（東京海上アセットマネジメント参与チーフストラテジスト）<sup>52</sup>、渋澤健氏（シブサワ・アンド・カンパニー社長）<sup>53</sup>、PHP総研<sup>54</sup>、井出真吾氏（ニッセイ基礎研究所チーフ株式ストラテジスト）<sup>55</sup>は、公的な基金を新たに設置するか、あるいは、年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund: GPIF）等の既存の枠組みを活用することで、受け皿を整備し、ETFを譲渡することを提案している。

これらの提案は、①譲渡後にETFの即時市場売却は想定されていないこと、②ETFから得られる収入（含み益や個別株に交換した場合の配当金など）で国民に還元する取組を実施すること、などがおおむね共通しているとみられる。

また、相違点としては、譲渡先が新組織か既存組織か、あるいは、ETF購入のための財源調達方法が永久債<sup>56</sup>か借換えを前提にした財政投融资特別会計国債（いわゆる「財投債」）<sup>57</sup>か、といった点が挙げられる。

ETFの公的機関への譲渡に当たっては、ETF購入のための実現可能な財源調達方法を検討する必要があること<sup>58</sup>、株価下落局面では譲渡先機関に含み損が発生するなど財務悪化の懸念があることといった課題がある。

## (3) 国民への譲渡

榎田誠希氏（日本証券金融社長、元日本銀行理事）<sup>59</sup>、加藤出氏（東短リサーチ社長）<sup>60</sup>、井出真吾氏<sup>61</sup>、吉田亮平氏（大和証券エクイティ調査部次長）<sup>62</sup>は、日本銀行が保有するETFを、広く国民に有償譲渡することを、それぞれ提案している。また、川北英隆氏（京都大学大学院

<sup>52</sup> 平山 前掲注(17), pp.155-158; 同「今こそ実現すべき日銀ETF問題の解決策「長期成長基金」構想—出口へ向けた問題と将来世代のための価値創造サイクルへの転換—」『金融財政事情』3534号, 2024.3.19, pp.28-31.

<sup>53</sup> 渋澤健「3. 日本銀行の株式ETF保有の出口戦略案」『第10回「新しい資本主義実現会議」コメント』（第10回新しい資本主義実現会議 資料4）2022.10.4. 内閣官房ウェブサイト <[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_sihonsyugi/kaigi/dai10/shiryou4.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai10/shiryou4.pdf)> 平山氏の案（平山 前掲注(17), pp.155-158; 同『金融財政事情』同上）がベースとされる。

<sup>54</sup> PHP「ポストコロナ財政金融」研究会「コロナ後の財政金融政策のロードマップ—「新しいアコード」でマクロ経済運営の舵取りを一提言報告書—」2022.10, pp.19-20. <[https://thinktank.php.co.jp/wp-content/uploads/2022/10/pdf\\_roadmap\\_20221017.pdf](https://thinktank.php.co.jp/wp-content/uploads/2022/10/pdf_roadmap_20221017.pdf)>

<sup>55</sup> 井出真吾「日銀ETFを活用した資産運用立国への道—異次元金融緩和の遺産を国民益の長期的な拡大に—」『証券アナリストジャーナル』61(4), 2023.4, pp.27-34; 同「政府ファンドに移管し子育て支援に—日銀ETF「埋蔵金」37兆円」『週刊ダイヤモンド』5009号, 2024.5.11, pp.90-91; 同「含み益37兆円、毎年1兆数千億円の分配金—日銀に眠る「埋蔵金」の有効活用を—」『金融財政ビジネス』11243号, 2024.7.11, pp.4-7.

<sup>56</sup> 永久債とは、償還期限の定めがない債券のことをいう。一般的な特徴として、毎期の利払いが永久に続くこと、投資家は償還を要求できないが、発行体は一定期間後の償還オプションを有していることが挙げられる（神尾篤史「世界で増加する永久債の発行」2015.5.12. 大和総研ウェブサイト <[https://www.dir.co.jp/report/column/20150512\\_009700.html](https://www.dir.co.jp/report/column/20150512_009700.html)>）。永久債の発行は、平山氏・渋澤氏が提案している。

<sup>57</sup> 井出『証券アナリストジャーナル』前掲注(55); 同『週刊ダイヤモンド』前掲注(55); 同『金融財政ビジネス』前掲注(55)

<sup>58</sup> 「日銀ETF含み益、過去最高34兆円 株高で1カ月4兆円増 水面下で活用策議論、財務基盤強化案に賛否」『日本経済新聞』2024.3.10.

<sup>59</sup> 榎田誠希「日銀保有ETFの行方は」『証券アナリストジャーナル』58(11), 2020.11, pp.76-79.

<sup>60</sup> 加藤出「（金融市場 異論百出）日銀ETF買いの出口政策は「香港2つの教訓」の前例に学べ」『週刊ダイヤモンド』4863号, 2021.2.13, p.23.

<sup>61</sup> 井出真吾「日銀ETFを活用した日本経済の底上げスキーム—今さら“無かったこと”にはできないので、日本を少しでも豊かにする活用法を考えてみよう—」『ニッセイ基礎研レポート』2022.10.11. <[https://www.nli-research.co.jp/files/topics/72581\\_ext\\_18\\_0.pdf?site=nli](https://www.nli-research.co.jp/files/topics/72581_ext_18_0.pdf?site=nli)>

<sup>62</sup> 吉田亮平「資産所得倍増プランをどう推進するか—日銀保有ETFの確定拠出年金による活用—」証券税制研究会編、大野裕之ほか『日本の家計の資産形成—私的年金の役割と税制のあり方—』中央経済社, 2023, pp.288-302.

特任教授)<sup>63</sup>や竹端克利氏（野村総合研究所金融デジタルビジネスリサーチ部長）<sup>64</sup>は、ETFの無償譲渡<sup>65</sup>を、それぞれ提案している。

これら提案の詳細は、明らかでない点もあるが、①日本銀行保有ETFに生じている含み益を活用し、国民のETF購入・保有に何らかのインセンティブを付与すること、②（その見返りとして）即時の売却を制限・抑制する仕組みを導入すること、などがおおむね共通しているとみられる。

また、相違点としては、希望者のみが購入できる方式なのか、条件に該当する国民には譲渡する方式なのかという点のほか、譲渡価格が割引価格なのか無償なのかという点がある。

ETFの国民への譲渡に当たっては、株価への悪影響、格差拡大の懸念、商品設計の工夫の必要性といった課題がある。1点目について、国民に譲渡したETFが短期間に市場で売却されてしまうと、一斉に売り注文が出て、株価急落を招くおそれがある。株価下落等の市場への悪影響を避ける観点からは、5年間はETFを売りに出せないようにするなどの売却制限を設定する案<sup>66</sup>のほか、HKMAの事例（後述Ⅱ-5）に倣って、継続保有した者に一定口数（ボーナス）を追加で付与する案<sup>67</sup>が挙げられる。2点目について、ETFを国民に譲渡すれば、国民の資産形成に資すると見込まれる一方で、ETFを有償譲渡する場合は、投資をする余裕のない国民が存在することから、経済格差を拡大し得ることが懸念されている。3点目について、割引価格でのETF購入が可能であっても、株価変動のリスクは残ることから、国民に好んで買われる商品となるかは不明である。国民に対するETFの魅力を高めるためには、日本経済に対する成長期待が高まっていくことも重要であるとされる<sup>68</sup>。

## 5 香港金融管理局（HKMA）の事例

中央銀行に相当する機関が買い入れたリスク性資産を処分した成功事例としては、香港の事例が言及されることが多い。その概要は次のとおりである。

平成10（1998）年8月に、香港ドル売り・香港株売りを同時に仕掛けてきた投機筋に対抗する形で、HKMAは、国内株式インデックスであるハンセン指数（Hang Seng Index: HSI）を構成する個別株及びHSI先物を大量に買い入れた。HKMAが買い入れを実施したのは、同年8月14～28日の10営業日であり、買入規模は約1180億香港ドル（平成10（1998）年8月の為替レートで、約152億米ドル、約2.2兆円<sup>69</sup>）であった。HKMAは、平成11（1999）年秋から、当該買

<sup>63</sup> 「日銀の株式保有と出口の難問」2020.6.7. 川北英隆のブログ <<http://www.hidetaka-kawakita.com/blog/2020/06/post-3585.html>>; 「貯蓄から投資」最後の挑戦（Deep Insight）『日本経済新聞』2020.5.19.

<sup>64</sup> 竹端克利「資産所得倍増プラン」に日銀ETFの活用を『金融ITフォーカス』2022.7, pp.8-9. <[https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/kinyu\\_itf/2022/07/itf\\_202207\\_04.pdf](https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/kinyu_itf/2022/07/itf_202207_04.pdf)> ただし、竹端氏の提言は、日本銀行保有ETFのうち、一部のみを無償譲渡するというものであるため、ETFの処分方法（出口戦略）とは言えないとの指摘がみられる（「日銀埋蔵金は使えるのか—「ETF分配論」に落とし穴（スクランブル）」『日本経済新聞』2022.7.21.）。

<sup>65</sup> ETFの無償譲渡の問題として、「自己責任原則といった投資への理解が国民に浸透していない中で日銀ETFを無償で配布すれば、株式市場が壊れる結果になりかねない」との指摘がある（『日本経済新聞』同上）。

<sup>66</sup> 井出 前掲注(61)

<sup>67</sup> 加藤 前掲注(60)

<sup>68</sup> 同上

<sup>69</sup> “Exchange Rates, National Currency Per U.S. Dollar, Period Average, Rate.” IMF International Financial Statistics website <<https://data.imf.org/?sk=4c514d48b6ba49ed8ab952b0c1a0179b&sid=1390030341854>>

入れにより大量に保有することになった株式の処分を開始し、約3年で大部分を処分することに成功している<sup>70</sup>。

保有株式の処分方法としては、保有株式でETF「トラッカーファンド (TraHK)」を組成し、ディスカウント価格で個人投資家や機関投資家に売却する案が採用された。また、ETF購入者が即座に売却して市場が混乱に陥ることを防ぐため、個人投資家向けに「ロイヤリティボーナス」と呼ばれる特典が用意された。これは、①1年間継続保有した個人投資家には20単位当たり追加で1単位がボーナスとして割り当てられる、②2年間継続保有した個人投資家には15単位当たり追加で1単位がボーナスとして割り当てられるという仕組みである。

そのほかにも、タップファシリティ (tap facility, (機関投資家向け) 取得制度)<sup>71</sup>が実施され、応募してきた機関投資家に対して、ETFが日中平均価格で売却された。上げ相場の場合、終値が日中平均価格を上回るため、タップファシリティへの需要が生まれる。反対に、下げ相場の場合には、終値が日中平均価格を下回るため、タップファシリティへの需要は生まれないという特徴がある。

香港のETF組成を通じた株式売却は、金融市場を大きく動揺させずに、円滑に終了したという点で評価されている<sup>72</sup>。日本銀行が保有するETFが非常に巨額であることなど、日本と香港では置かれた状況が異なる点も多いが、長期保有を促すためのインセンティブ等、参考になる面が少なくないとする見解もみられる<sup>73</sup>。

## おわりに

日本銀行が保有するETFの処分方法は、現時点では未定である。ETFは、好調な株式市場を背景に、近年「埋蔵金」と称されることもあるが、今後株式相場が悪化すれば、一転して負の遺産となるリスクがあり、処分に向けた何らかの戦略が必要となる。

本稿で見てきたように、有識者は、ETFの処分方法に関して、様々な工夫を凝らした提案を行っている。しかしながら、いずれの提案も、巨額の財源調達の実現性、株価への悪影響、格差拡大の懸念等、実現には困難が伴う。現実的な方法を探るべく、幅広い主体が参加した活発な議論が期待される。

<sup>70</sup> HKMAの株式買入れ及び出口政策について詳細は、銭谷馨「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』18号、2001秋、pp.197-207。<<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2001/2001aut21.pdf>>; 加藤前掲注(60); 下田 前掲注(25); 長内智・島本高志「香港のETF組成を通じた「出口戦略」の先例—円滑な株式売却を実現したカギとは?—」2024.4.24. 大和総研ウェブサイト <[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20240424\\_024365.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20240424_024365.pdf)> を参照。

<sup>71</sup> タップファシリティのメリットとしては、IPO (Initial Public Offering, 新規公開株式) と異なり、高額なアドバイザー料がかからないという点も挙げられている (Norman Chan, “Asian Financial Crisis: Difficult Decisions in the Disposal of Shares After Stock Market Operation,” 18 September 2019. 香港金融管理局 (HKMA) website <<https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/insight/2019/09/20190918/>>; 長内・島本 同上, p.10.)。

<sup>72</sup> 長内・島本 同上, p.9.

<sup>73</sup> 同上

## 巻末別表 ETFの処分方法に関する有識者の主な提案

## 公的機関へ譲渡

## 【平山賢一氏（東京海上アセットマネジメント参与チーフストラテジスト）の提案】

- ETF 勘定をむやみに放置するのではなく、長期成長基金として活用する道も検討してみてもどうか。
- 長期成長基金は、長期成長基金債を発行し、日銀が保有するETFとスワップして設立させる基金である。これにより、日銀のバランスシートからはETFが取り除かれる。その上で基金はETFを現物株に転換し、議決権を行使する。
- この基金は、日本銀行が保有する日本株式のETFをそのまま移管して凍結するため、株式の放出を前提としない。さらに新たに法制を整備して、そこから得られる毎期待当金を長期成長にとって不可欠な研究開発資金として活用するのはどうか（平山賢一『日銀ETF問題—《最大株主化》の実態とその出口戦略—』中央経済社、2021、pp.155-158；同「今こそ実現すべき日銀ETF問題の解決策「長期成長基金」構想—出口へ向けた問題と将来世代のための価値創造サイクルへの転換—」『金融財政事情』3534号、2024.3.19、pp.28-31.）。

## 【渋澤健氏（シブサワ・アンド・カンパニー社長）の提案】

- 政府が特別基金を設置し、日銀から株式ETFを引き受ける代わりに基金が発行する永久債を日銀が引き受けてリスク資産をオフバランス化する。特別基金が永久に資産を保有することによって、株式市場の需要バランスが崩れるおそれはない。
- 特別基金を「ママ」保有する株式ETFを現物化する。ガバナンス方針をアセットマネジャーに指示し、企業価値向上を促す。企業から配当を受け取る。
- 配当収入を財源に、上記の金融リテラシーを促す公的法人を「ママ」運営費に充てる。
- それに加え、「地域中核・特色ある研究大学への支援」など未来世代への投資の取組の財源にも活用できる（渋澤健「3. 日本銀行の株式ETF保有の出口戦略案」『第10回「新しい資本主義実現会議」コメント』（第10回新しい資本主義実現会議 資料4）2022.10.4. 内閣官房ウェブサイト <[https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii\\_siho\\_nsyugi/kaigi/dai10/shiryu4.pdf](https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_siho_nsyugi/kaigi/dai10/shiryu4.pdf)>）。

## 【PHP総研の提案】

- ETFをGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）などの公的機関に有償で譲渡するというのが現実的対応と思われる。GPIFへの譲渡については株式市況に直接的な影響を与えることなくETFを日銀のバランスシートから切り離すことができ、含み益があればその分は公的年金の給付のための財源として活用することが可能になる。
- ただし、GPIFなどの資産構成に急激な歪み「ゆがみ」を生じさせないよう、日銀は相当の時間をかけて徐々にETFを移管していく必要がある。また、GPIFが過度なリスクを抱えることを回避し、なおかつ株式市場へのインパクトを緩和するため、銀行等保有株式取得機構<sup>(注)</sup>のような公的機関にETFを譲渡することも一案であろう（PHP「ポストコロナ財政金融」研究会「コロナ後の財政金融政策のロードマップ—「新しいアコード」でマクロ経済運営の舵取りを一提言報告書—」2022.10、pp.19-20。<[https://thinktank.php.co.jp/wp-content/uploads/2022/10/pdf\\_roadmap\\_20221017.pdf](https://thinktank.php.co.jp/wp-content/uploads/2022/10/pdf_roadmap_20221017.pdf)>）。

## 【井出真吾氏（ニッセイ基礎研究所チーフ株式ストラテジスト）の提案】

- 筆者「井出氏」の提案は、「日銀ETF埋蔵金」を、財源が議論されている子育て支援や人材投資に活用するスキームだ。
- 第三者機関が設定する政府出資の新ファンドに日銀からETFを移管し、運用を継続する。新たな基金などの設立は困難が予想されるので、既存組織の活用も検討に値する。そして新ファンドが保有期限を設けず「当面は売却しない」ことを表明すれば、株式市場や上場企業を無用に動揺させずに済む。
- 時価で「ETFを」移管すれば日銀の財務を毀損することもない。
- 日銀からETFを買い取る70兆円ほどの資金については、借換えを前提に財投債や交付国債で賄う方法が考えられる。大学ファンドと同様、政府が財投債などで調達した資金を第三者機関に出資・融資する仕組みだ。
- 新ファンドでの運用は、ETFの交換制度を利用して個別株に置き換えることが効果的だろう。第一の理由はETFの信託報酬（管理手数料）が不要になることだ。（中略）第二の理由は、上場企業とのエンゲージメント強化だ。
- 経常的な収入も期待できる。23年度に日銀が受け取ったETF分配金は1兆2356億円だ。ETFの分配金の原資は個別企業の株式配当金なので、新ファンドがETFを個別株に置き換えても同程度の配当金収入を得ることになる。
- これら「埋蔵金」の使途としては社会保障の充実や企業改革支援に充てることも考えられるが、（中略）「国民益の長期的な拡大を最優先すること」に鑑みれば、（中略）将来に資する投資として「子ども・子育て支援」、「人材育成」に優先的に活用すべきだろう（井出真吾「日銀ETFを活用した資産運用立国への道—異次元金融緩和の遺産を国民益の長期的な拡大に—」『証券アナリストジャーナル』61(4)、2023.4、pp.27-34；同「政府ファンドに移管し子育て支援に 日銀ETF「埋蔵金」37兆円」『週刊ダイヤモンド』5009号、2024.5.11、pp.90-91；同「含み益37兆円、毎年1兆数千億円の分配金—日銀に眠る「埋蔵金」の有効活用を—」『金融財政ビジネス』11243号、2024.7.11、pp.4-7.）。

## 国民へ譲渡

## ■有償譲渡

## 【榎田誠希氏（日本証券金融社長、元日本銀行理事）の提案】

- ETF の保有主体として、個人としての国民は適している。（中略）また、（中略）政府が推進する「貯蓄から資産形成へ」という政策にも資するものとなる。
- 最終投資家である国民に日銀保有 ETF を保有してもらう案であれば、出口政策を議論し、実施に移す際に懸念される市場へのマイナスの影響を最小限にすることができる。
- 国民に保有してもらう ETF については、一定期間、相応のインセンティブ付与を前提に売却制限を付すことが考えられる。
- 国民への、証券口座の開設と口座情報の紐付けを前提とした ETF の一律定額給付と、一定期間の売却制限を前提とした時価相当額での売却を組み合わせることが考えられる（榎田誠希「日銀保有 ETF の行方は」『証券アナリストジャーナル』58(11), 2020.11, pp.76-79.）。

## 【加藤出氏（東短リサーチ社長）の提案】

- [香港金融管理局（HKMA）の事例が成功した] 背景には次の重要な 2 点がある。HKMA が株式を購入した当時は、市場が大混乱のさなかで株価が大幅なアンダーバリューになっていたため、ディスカウントして売却することが可能だった。また、香港経済は今後も成長していくと多くの個人投資家が予想していたので、2 年を過ぎても HKMA から買った ETF を売る人はあまりいなかった。
- 日銀が ETF 購入の出口戦略を成功させるには、バブル的な株価上昇をあおる買い方をまずやめなければならない。かつ日本経済に対する成長期待が高まっていくような構造改革が推進されていく環境も必要と言える（加藤出「（金融市場 異論百出）日銀 ETF 買いの出口政策は「香港 2 つの教訓」の前例に学べ」『週刊ダイヤモンド』4863 号, 2021.2.13, p.23.）。

## 【井出真吾氏（ニッセイ基礎研究所チーフ株式ストラテジスト）の提案】

- [国民に ETF を割引価格で譲渡するプランの] スキームは次のとおりだ。①政府系金融機関が日銀から ETF を簿価で買い取り（非課税）、専用の投資信託を組成。②民間金融機関を通じて個人（希望者、年齢制限なし、マイナンバーと紐づけ）に専用 [の] 投 [資] 信 [託] を販売。③専用 [の] 投 [資] 信 [託] の販売価格は「簿価＋コスト（システム開発費、事務経費など）」とする。（中略）⑥1 回の購入は 1 人 30 万円まで。
- [株価急落を防ぐ観点から、ETF] 購入限度額 30 万円の半分（15 万円）は売却制限を 5 年間としてはどうか（井出真吾「日銀 ETF を活用した日本経済の底上げスキーム—今さら“無かったこと”にはできないので、日本を少しでも豊かにする活用法を考えてみよう—」『ニッセイ基礎研レポート』2022.10.11. <[https://www.nli-research.co.jp/files/topics/72581\\_ext\\_18\\_0.pdf?site=nli](https://www.nli-research.co.jp/files/topics/72581_ext_18_0.pdf?site=nli)>）。

## 【吉田亮平氏（大和証券エクイティ調査部次長）の提案】

- ETF を簿価で別組織に拠出する。ここでは日銀イデコ管理事業団との仮称とした。そこから含み益を原資とする割引価格で国民が確定拠出型年金（iDeCo）で ETF を長期で買い付ける。政府は原資として財投債などの債券を発行し資金を拠出する（吉田亮平「資産所得倍増プランをどう推進するか—日銀保有 ETF の確定拠出年金による活用—」証券税制研究会編、大野裕之ほか『日本の家計の資産形成—私的年金の役割と税制のあり方—』中央経済社, 2023, pp.288-302.）。

## ■無償譲渡

## 【竹端克利氏（野村総合研究所金融デジタルビジネスリサーチ部長）の提案】

- 「日銀保有 ETF の少額積立配賦」を提案したい。（中略）[日銀保有 ETF] の一部を国民に無償で配賦するのである。（中略）日銀 ETF を国民に無償配賦することで、まさに損失リスクなしで証券保有体験が可能になる。
- [具体的には、] 政府が日本銀行から買い取った ETF を、（中略）毎年の新成人に対して、成人を迎えた年から 10 年間にわたって配賦するのが良いと考える（竹端克利「資産所得倍増プラン」に日銀 ETF の活用を」『金融 IT フォーカス』2022.7, pp.8-9. <[https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/ki\\_nyu\\_itf/2022/07/itf\\_202207\\_04.pdf](https://www.nri.com/-/media/Corporate/jp/Files/PDF/knowledge/publication/ki_nyu_itf/2022/07/itf_202207_04.pdf)>）。

\* 当該有識者自身による執筆文献が確認できたものから引用し、表にまとめた。項目ごとに、出典資料の発表時期順で各提案を列記した。下線は筆者。[ ] 内は筆者による補記。

(注) 「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」（平成 13 年法律第 131 号）に基づき設立された認可法人で、銀行等が保有している株式の買取りなどの業務を行い、銀行の持ち合い株を解消することを目的としている。

(出典) 雑誌記事（表中記載）等を基に筆者作成。