

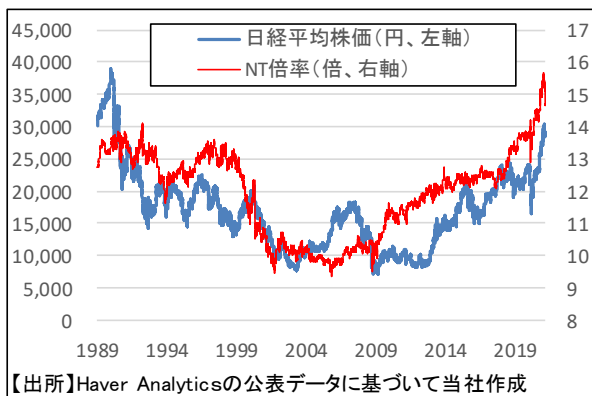
日銀が株式ETFの買い入れ対象をTOPIXに変更する影響は軽微

2021年4月5日

りそなアセットマネジメント 運用戦略部  
 チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

3月19日に日銀は、株式ETF買入の対象を全て東証株価指数（以下、TOPIX）に変更すると発表した。それまでは大部分が日経平均株価と連動するETFで、保有残高は2月末で35.7兆円と巨額だ。この変更により、株価形成に悪影響が出るのではないかと懸念されている。

懸念する見方のロジックはこうだ。今後の事とはいえ、日銀は買い入れ対象のETFを日経平均株価から



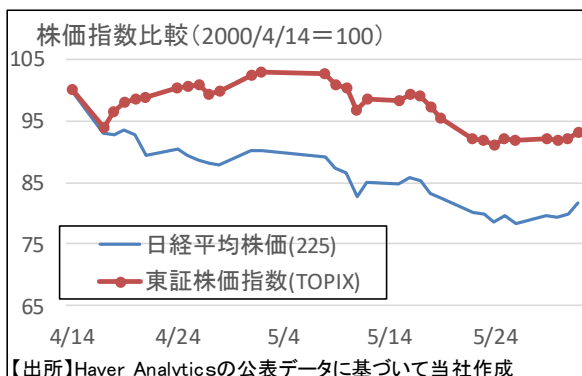
TOPIXへと変更するので、相対的に日経平均株価が低下してTOPIXが上昇するだろう。そうなれば両指数の相対比率であるNT倍率（日経平均株価/TOPIX、左図）は低下する。そして、NT倍率が低下する局面は、往々にして株価の低下局面にある。つまり、日経平均株価が先導する形で、TOPIXを道ずれにして、全体株価が下落する要因になるのではないかと、という見方だ。

しかし、この見方は正しいとは考えられない。

まず第一に、日銀が買うから株価が上がる、という思考の論理構造だ。日銀が買うということは、他の誰かが売っている。それが仮に外国人投資家だとすると、「外国人投資家が売るから株価が下がる」とも言えるのである。日銀が買うから株価が上がる、はそもそも意味をなさない。

第二に、日銀は株式を買うことでリスクプレミアムを押し下げたとする検証結果を「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」で公表した（注1）。要するに、日銀自身が、自社が買うから株価の押し上げる要因になった、と発表しているのだ。ただ、この見方は注意が必要だ。というのも、日銀が株式を大量に買い入れるようになった2013年4月の黒田総裁体制以降、日本だけでなく世界中の株価のリスクプレミアムが低下した。こうなると重要なのは、因果関係として、日本株の動きが米国をはじめ世界中の株価に影響を与えたのか、逆に、米国株式相場の動きが日本株に影響を与えているのかだ。主従で言うと、大方の金融の専門家は、主は米国株式相場で、日本をはじめ世界中の株式相場が従であることについては、見解が一致している。つまり、日本株が米国株式相場を後追いして類似の値動きをしたことの別の表現が、結果的には日本株のリスクプレミアム低下だった可能性が高い。

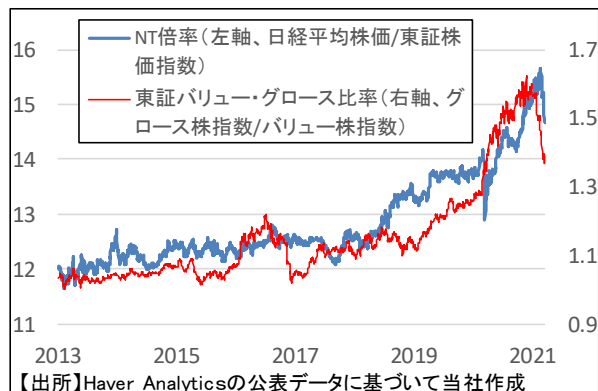
第三に、歴史の教訓だ。古い話だが2000年4月14日（金）に日経平均株価を管轄する日経新聞社は、



225銘柄のうち30銘柄を入れ替え、4月24日（月）から実施すると発表した。この発表を受けて、翌週の1週間間に外れる30銘柄を売り、新たに組み入れられる30銘柄を買い入れるオペレーションを日経平均型の投信など機関投資家が行った。このオペレーションの影響は甚大で、この間に日経平均株価が約10%低下する一方、TOPIXは横ばいに推移した（左図）。これが世に言う「外れ225事件」だ。3月19日の日銀の発表を受けて、古株の投資家の頭をよぎったはずだ。そして現にこの日の株価は、前日比で日経平均株価が1.4%下落する一方、TOPIXは0.2%上昇した。ただし、日銀は現に保有する株式ETFを日経平均型からTOPIX

型に入れ替えるといっているわけではない。今後の方針として、4月以降に買い入れる対象を変更すると発表しただけだ。「外れ225事件」を歴史のアナロジーとして、類推思考に適用するのは正しくない。

では、いかなる影響が株式相場に出るのか。日経平均株価は東京エレクトロン、ファーストリテイリング、ソフトバンクグループなどグロース銘柄（成長企業）のウエイトが高い。一方、TOPIXは銀行、不動産、商社などバリュー銘柄（成長率は低いものの安定性の高い企業）のウエイトが高い。それがゆえに、NT倍率とグロース・バリュー比率（東証グロース指数/東証バリュー指数、左図）は連動性が高い。そして、このグロース株が2020年以降に急上昇する一方、バリュー株がさえない展開となったのは、既に述べた主従で言うと、主である米国株式相場の影響を受けたものである。この点を検証するために、日本のNT倍率に相当する米国版NT倍率を作成してみた。分子にグロース銘柄の多いナスダック総合指数、分母に石油会社、銀行、スーパーマーケットの入っているニューヨークダウ平均株価指数を取って計算すると、はやはり日本のNT倍率と類似の値動きをする（左図）。



そして、足元はNT倍率、東証グロース・バリュー比率、米国版NT倍率は、全て長く続いた上昇局面が一旦は終了して調整局面に入っている。この背景は2つある。1つはワクチンの普及で巣籠り生活で恩恵を受けるIT企業などグロース銘柄の株価が下落する一方、経済の正常化で外食、旅行、航空などバリュー銘柄の株価が上昇している。もう1つは金利の上昇だ。金利の上昇で株価収益率（PER）が高いITなどグロース銘柄が売られる一方、インフレや金利上昇に強い銀行や素材などバリュー銘柄が買われている。この2つが意味するものは、大きな景気循環を背景とする株式相場と金利の安定した関係性であり、金融相場から業績相場への移行だ（注2）。

結論だが、日銀の株式ETFを買い入れる対象の日経平均からTOPIXへの変更は、決して日経平均株価主導で日本の株式相場全体を押し下げる要因にはならないと考えられる。ただし、個別銘柄でみると、日経平均株価の指数構成のウエイトが高いいくつかの個別企業の株価には短期的に需給のマイナス面が出る可能性はあるだろう。とはいえ、株式相場の局面がグロース株主導の金融相場からバリュー株主導の業績相場へと移行する大きな流れと比較すると、その影響度は格段に小さいのではないかと。

- (1) [https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2021/k210319c.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2021/k210319c.pdf)
- (2) 詳細は等シリーズの別レポート「金融相場から業績相場への移行と金利上昇」をご参照。  
[https://www.resona-am.co.jp/oshirase/2021/pdf/210304\\_m.pdf](https://www.resona-am.co.jp/oshirase/2021/pdf/210304_m.pdf)

以上

本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します「投資信託目論見書（交付目論見書）」および一体としてお渡する「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。