

株価トレンドの分析と予測

水 野 博 志

はじめに

- 1 株価トレンドの識別
- 2 ROE（自己資本利益率）投資部門別株式保有比率
- 3 株価トレンドの形成
- 4 株式所有比率の推移
- 5 公的資金の株価上昇効果
- 6 日銀の ETF の購入政策と株価
- 7 株価トレンドの予測

は じ め に

2020 年 12 月 1 日、日経平均株価は大幅に反発し、前日比 353 円高の 26,787 円で取引を終えた。1999 年 4 月以来、約 29 年半ぶりの高値を再び更新した。

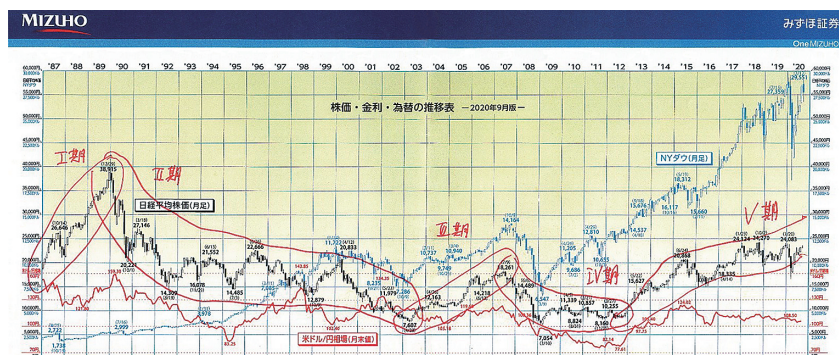
このような大幅な株価上昇は上昇トレンドの中で生じているが、この上昇トレンドはいつまで続くのか、株式市場に興味を持つ人々には格好の問題提起をしているといえる。

本論文は、経済学的観点から株価のトレンドは何によって形成されるのかを分析し、今後のトレンドの予測を行いたい。

1 株価トレンドの識別

まずはみずほ証券の作成した「株価・金利・為替の推移表—2020年9月—」を用いて、トレンドを識別してみよう。

図 1



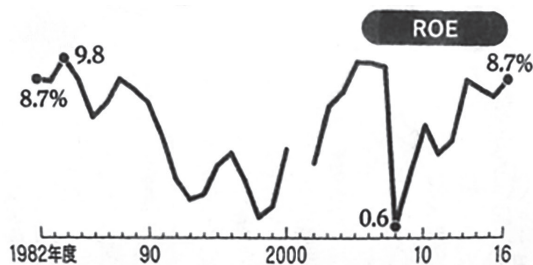
このような超長期で見ると、トレンドとしては次の5つの期間を識別することができる。

- I 1987年～1989年12月
バブル期の急激な株価上昇（上昇トレンド）
- II 1990年1月～2003年4月
バブルの崩壊期の失われた10年（下落トレンド）
- III 2003年5月～2007年7月
インターネットバブル期（上昇トレンド）
- IV 2007年8月～2011年11月
リーマンショックによる株価暴落（下落トレンド）
- V 2011年12月～2020年12月
世界的な金融緩和期（上昇トレンド）

2 ROE（自己資本利益率）投資部門別株式保有比率

一般的には株価に影響を及ぼすのは収益性であり、収益性が高まれば株価は上昇すると考えられている。そこで、収益性の代表的指標である ROE（自己資本利益率）のトレンドと株価のトレンドを照合してみよう。

図2 ROE の推移



(注) ROE と 1999 年度までの自己資本比率は東証 1 部企業が対象、金融、日本郵政など除く。2001 年度は赤字で ROE が算出できず

ROE のトレンドは

- | | |
|-------------------|-------------|
| I 1982 年～1999 年 | ROE は低下トレンド |
| II 1999 年～2008 年 | ROE は上昇トレンド |
| III 2008 年～2009 年 | ROE は急激な低下 |
| IV 2009 年～2016 年 | ROE は上昇トレンド |

この図では 2016 年度までしか、数値が示されていないが、

2017 年度 10.4%

2018 年度 9.8%

2019 年度 6.7%

となっている。これを V 期とすると、V 期の ROE は低下トレンドとなっている。

これを株価トレンドと照合してみると、

- I 1987 年～1989 年 12 月 株価上昇トレンド ROE 低下トレンド
- II 1990 年 1 月～2003 年 4 月 株価下落トレンド ROE 上昇トレンド
- III 2003 年 5 月～2007 年 7 月 ?
- IV 2007 年 8 月～2011 年 11 月

株価下落トレンド ROE 急激な低下トレンド

- V 2011 年 12 月～2018 年 1 月 株価上昇トレンド ROE 上昇トレンド
- 2018 年 2 月～2020 年 12 月 株価上昇トレンド ROE 下落トレンド

I 期、II 期では、株価と ROE は逆相関

IV 期、V 期（2018 年まで）では、株価と ROE は順相関

V 期（2018 年以降）では、株価と ROE は逆相関

理論的に考えると、個々の株式は利益配当請求権をベースに評価されるので、株価と収益性の間には正の相関が出てくるはずである。しかし、株価に影響を与えるのは将来の収益性で、過去の収益性は将来の収益性を推定する材料にはなっても、直接的に株価に影響を与えるものではない。また、ここでは個別銘柄ではなく日経平均株価と過去の Topix の ROE との相関を見ているので、個別銘柄の株価と ROE に期待されるような相関は弱まっているといえる。結果的に、この期間全部に関して、日経平均と ROE の間には一貫した相関関係はないといわざるを得ない。

3 株価トレンドの形成

株価トレンドと収益性の間に一貫した関係がないとすると、株価トレンドは何によって影響されるのかという新たな疑問が生じてくる。

筆者はもともと株価は収益性をベースにしているとはいえ、需給によっても大きく影響を受けるという見方をしてきた。わかりやすく言えば、収益性

が高くても人気のない株がある一方で、収益性が低くても人気のある株が存在する。この人気が株式の需給に影響する。ある株式に対する人気を含んだ需要が供給を上回っていれば株価は上昇し、逆の場合であれば低下する。

株式市場での需要をさらに分析してみると、実需（Buy and Hold）と仮需（投機的需要）に分けることができる。実需（Buy and Hold）は株式を長期に保有し、長期的に配当とキャピタルゲインを得ることを目的にする需要である。

しかし実需だけでは株式市場での取引は活発にはならない。例えば、トヨタ自動車の株式を 2000 株、7,000 円で買いたいと思う人がいても、2000 株を売ってもよいと思う人を見つけるだけでなく、7,000 円で売ってもよい人を見つけないと取引は成立しない。市場規模が大きくても、このようなマッチングは容易ではないし、偶然によるしかない。つまり実需だけで取引を行おうとすると、非常に時間とコストがかかってしまう。

ところが、仮需（投機的需要）を導入すると、取引はスムーズになる。仮需である投機的需要は、価格差を利用したさや抜き需要である。投機的需要が生じてくる理由は、もし市場価格があまりに安くなっているとすれば実需としてはそれを必要とはしていないにもかかわらず、それを一応買っておき、後で値上がりした時、それを売り利益を得ようとする投機が存在するためである。同じように市場価格があまりに高くなっているときにそれを売り、安くなったときに買い戻すことによって利益を上げようとする投機家が存在する。これを仮需というが、このような経済活動があることによって、市場の取引が円滑になる。先ほどのトヨタの自動車の例でいえば、トヨタ自動車の 1 株が 7,000 円の買い注文で出ているとき、その値段が高いと思う人がいれば、7,000 円で売りという発注をする。すると 7,000 円で取引が成立する。これは信用売り（空売り）によって行われる。

投機的取引の特徴は、利益を確定させるために反対売買を必要とすること

にある。多くの場合、投機は信用取引で行われる。信用取引になる理由は、短期間での売買なのでいちいち現金を動かすのは手間がかかりコストも高くなるため、銀行口座で決済を行うからである。さらに空売りの場合、信用売りという形で行われるが、これは口座に保証金を残し、その保証金を担保に貸株を直ちに売却し、その後一定期間内に株式を買い戻す形で行われる。また投機的買いの場合も信用買いという形で行われることが多い。投機的需要はほぼすべてが信用取引と考えてよいであろう。

信用取引とすると、

信用買いをしたものは信用期間が切れるまでに売る

信用売りをしたものは信用期間が切れるまでに買い戻す

という性質がある。

この性質があるため、どんなに信用買い、信用売りの規模が大きくても、信用期間内に反対売買を行う必要がある。そのため一時的に信用売り（買い）によって株価が下落（上昇）しても、信用を決済するとき、買い戻し（売り戻し）によって、ネットとしての売り、買いは変化しない。したがって投機的取引はトレンドを形成しないといえる。

それではどのようにしてトレンドが形成されるのであろうか。わかりやすい例として、外国為替と貿易収支の動きで考えてみよう。

貿易収支が黒字の場合、

$$\text{輸出} - \text{輸入} > 0$$

という関係が成立している。

輸出と輸入は実需である。輸出企業の売り上げはドルで受け取る一方で、製品を作るため人件費、材料費を円で支払う必要がある。したがって、ドルを売り円を買う実需が発生する。輸入企業はこの逆で、海外から輸入をするため円を売ってドルを買う実需が発生する。

貿易収支が黒字ということは、実需でのドル売り、円買いが優勢であることを意味するから、円高のトレンドが生じる。

ここで、投機家が円高になるのは円が過大評価されているためと思って、円を売ってドルを買うとしよう。これは仮需である。仮需によって取引はスムーズに行われるようになるが、仮需によってトレンドを形成することはできない。投機筋が円を売ってドルを買っても、その取引後、円を買ってドルを売る取引を行わなければならないので、ネットとしての資金流入はない。トレンドを形成するのは実需としての貿易収支である。

貿易収支にサービス収支と所得収支を加えたものが経常収支になる。このモデルによれば、経常収支のトレンドが為替レートのトレンドを形成するはずである。

図3 日本の経常収支の推移

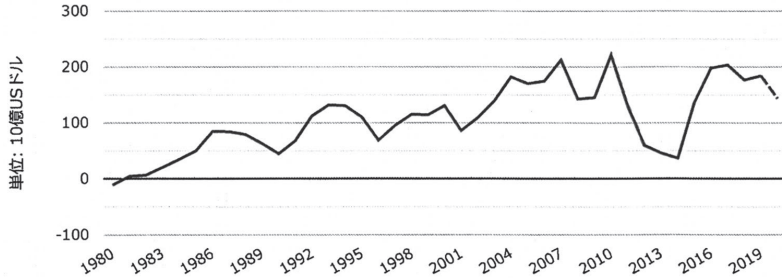


図3 経常収支のトレンドは1980年以降一貫した黒字になっている。

ということは、そこでは円高トレンドが予測されるが、図1を見ると1987年の円ドルレートは1ドル150円であったが、2020年には1ドル105円ほどになっている。非常に円高に振れた1995年、2010年と2020年と比べると、円安にはなっているが、全体としてははっきりとした円高トレンドが確認できる。長期的な為替トレンドは実需すなわち経常収支の動向によって説明できると言えよう。

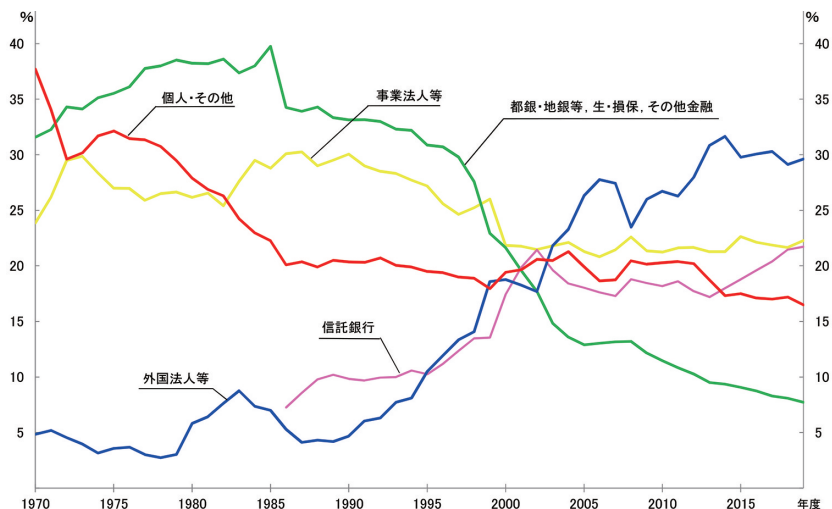
したがってここでは、株式市場でのトレンドを形成するのは実需としての Buy and Hold の資金であるというモデルによって、トレンドを説明してみよう。

このモデルでは、市場に Buy and Hold の資金が流入すれば上昇トレンドが生じ、Buy and Hold の資金が市場から流出すれば、下落トレンドが生じると予測するので、Buy and Hold の資金の流出入に注目する必要がある。

4 株式所有比率の推移

Buy and Hold の視点でもって、株式所有比率の推移を分析してみよう。

図4 主要投資部門株式所有比率の推移



- (注) 1. 1985 年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。
 2. 2004 年度から 2009 年度までは JASDAQ 証券取引所上場会社分を含み、2010 年度以降は大阪証券取引所または東京証券取引所における JASDAQ 市場分として含む。

出所 東京証券取引所

株式所有比率は株式の保有状況（Buy and Hold）を投資セクター別に表したものである。新たなエクイティファイナンスがなければ、その変化は投資セクターの株式への資金流入と資金流出を示すことになる。

東証のエクイティファイナンスは1980年代には活発であったが、2006年以降は極めて低調になっており、1990年以降の持ち株比率の変化はその部門のネットでの資金流入、流失を示していると考えられる。

図1のⅠ～Ⅴ期のトレンドを説明してみよう。

Ⅰ期 1987年～1989年12月

バブル期の急激な株価上昇（上昇トレンド）

ネットとしてのBuy and Holdの資金流入があったはずである。それは長期資金としての持ち合い株の増大と考えられる。それは、図4より金融機関と事業法人の持ち株比率の増大による法人持ち株比率の上昇によってもたらされたと考えられる。

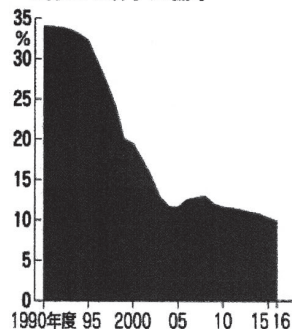
Ⅱ期 1990年1月～2003年4月

バブルの崩壊期の失われた10年（下落トレンド）

ネットとしてのBuy and Holdの資金流出があったはずである。それは、長期資金としての持ち合い株の減少と考えられる。図5にあるように、法人持ち株比率は1997年ごろから急激に始まり、30%以上あった持ち合い比率は10年後には10%まで低下してしまった。

図5 持ち合いの解消

持ち合い比率はピークの3分の1以下に低下



Ⅲ期 2003 年 5 月～2007 年 7 月

インターネットバブル期（上昇トレンド）

ネットとしての Buy and Hold の資金流入があったはずである。1999 年 10 月の株式売買手数料の自由化，インターネットの普及は個人投資家を中心とした長期資金の流入があったと考えられる。この時期，1999 年から 2005 年にかけて一時的ではあるが個人の持ち株比率が上昇している。2005 年以降は外国人投資家の増加の効果が大きい。これは国際分散投資の影響で，海外の資金が日本の株式市場に流入したためと考えられる。

Ⅳ期 2007 年 8 月～2011 年 11 月

リーマンショックによる株価暴落（下落トレンド）

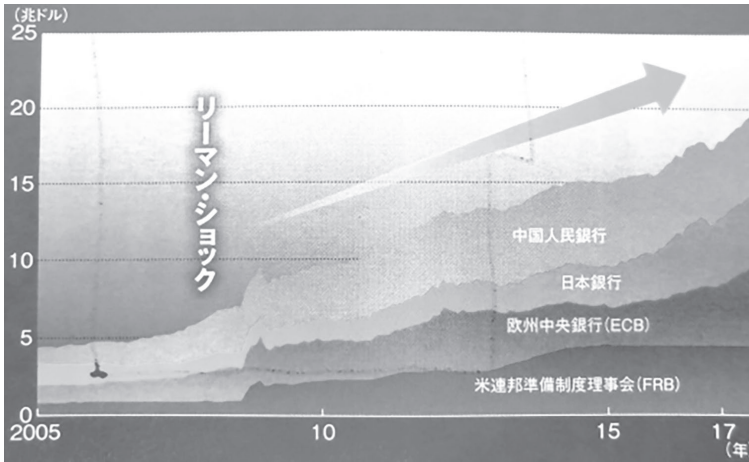
ネットとしての Buy and Hold の資金流出があったはずである。Ⅲ期に流入した資金の流出と金融機関の資金流出が顕著である。金融機関の再編の中で，持ち株保有による金融グループが解消に向かった影響が大きいと考えられる。

Ⅴ期 2011 年 12 月～2020 年 12 月

世界的な金融緩和期（上昇トレンド）

ネットとしての Buy and Hold の資金流入があったはずである。その一番の要因は，リーマンショックから抜け出すため，世界の中央銀行が同時にかつてない金融緩和政策をとったことである。図 6 によれば，リーマンショック後，世界の中央銀行の資産は，金融緩和により，8 兆ドルから 20 兆ドルまで増大した。

図6 世界のマネーの膨張



（出所）Macrobond, ブルームバーグを基に米国みずほ証券作成

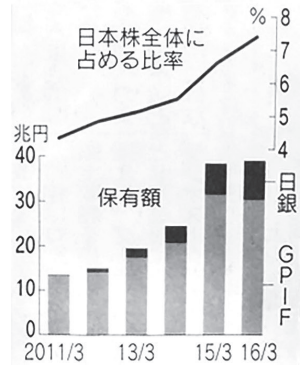
世界的金余りによる資金の一部が株式市場に流れたことが大きい。

さらに、日本の場合、図4より2013年以降、投資信託の持ち株比率が大きく上昇していることが分かる。この投資信託の購入者は GPIF と日本銀行が中心になっている。

GPIF は2012年から17年にかけて、日本株の保有残高を15兆円ほど増加させた。

GPIF のETFの保有額が増えているのは、2014年に GPIF が運用方針を大幅に変更したことによる。それ以前は日本株の投資比率は12%であったが、25%に変更し、積極的にETFを購入した。

図7 公的資金の株式保有
「公的マネー」の株式保有

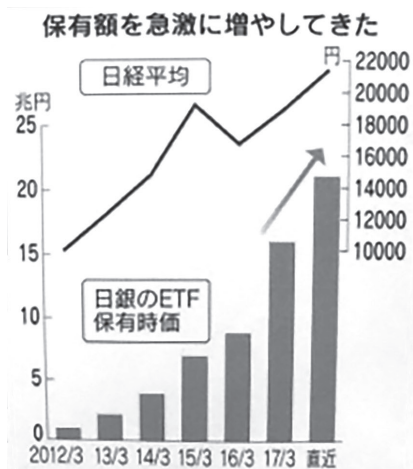


日本経済新聞 2016年8月29日

さらに日銀は2012年12月、金融の量的緩和の手段として、ETFによる株式保有を始めたが、その後18年にかけて日本株の保有残高を20兆円ほど増やした。

GPIFにしても日銀にしても保有残価は年々増加しているの
で、長期資金として保有していることが分かる。

図8 日銀のETFの保有残高と日経平均



日本経済新聞 2016年8月29日

5 公的資金による株価上昇効果

公的資金が大量に株式を購入すれば、株価は上昇すると考えられているが、事態はそれほど単純ではない。それというのも取引が成立するためには、売り手が存在しなければならず、その売り手の株式供給余力によって、上昇率は変わってくる。理論的には供給余力が小さければ、株価は急激に上昇し、供給余力が大きければ株価は上昇しない。

経済学の想定する完全競争市場では、個々の買い手の規模は市場に対して非常に小さく、無限の供給余力があると考えられているが、日銀のように1日に700億円ものETFを購入すると、ETFの供給余力には限界があり、株価が上昇することになる。これが現実である。

野村証券のチーフストレtejジストの松浦寿雄氏によれば、「日銀がETFを年間6兆円買うと、日経平均を2,000円程度押し上げる効果がある」という。
(日本経済新聞2016年8月29日)

同様の指摘として、みずほ総合研究所の大塚理恵子氏は6兆円に対して1,000円から2,000円の押上効果を推定しているが、根拠は示されていない。

単純に計算すれば、日銀は2012年から18年にかけて、ETFを20兆円増やしたのであるからこの分で6,600円、さらにGPIFも2012年から17年にかけてETFを15兆円ほど増やしているのでこの分で5,000円、合計11,600円ほどの押し上げ効果があった。実際の株価は2012年から18年にかけて15,000円ほど上昇したので、残りの3,400円分がその他の効果ということになる。そのほかの効果としては企業業績の向上によるものが多いと考えられる。2012年5%程度であったROEが2017年度にかけて9%程度まで上昇しているからである。

6 日銀のETF購入政策と株価

われわれは前節で、企業の収益状況に変化がなく、日銀が年間6兆円ほどETFを購入すれば、日経平均は2,000円ほど上昇するという松浦モデルによって、株価のトレンドを見てきた。

しかし、ここでは日銀がいかなるタイミングで、何を目的に株式購入をしているかの議論がない。それでは年間の購入金額と株価の間の漠然とした関係が推測されただけである。そこでわれわれは、日銀のETF購入の金額とタイミングを見ることによって、日銀のETFの購入が株価にいかなる影響を与えてきたかをもう少し詳しく見ていくことにしよう。

そもそも日銀が従来慣例を破ってETFの購入を始めたのは、2010年のことであった。その目的としては、すでにその時点で、コールレートの金利がほぼゼロ水準にまで落ち、金利によってはそれ以上の緩和が難しく、量的緩和政策の1つとして始めた¹⁾。その後、2013年に異次元緩和として、年間

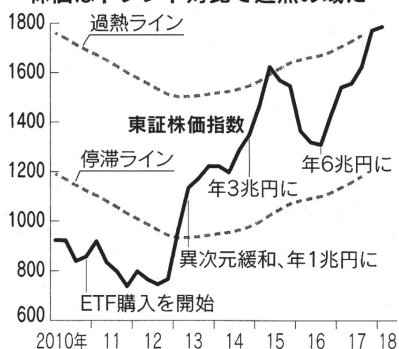
1兆円のETFの購入の購入枠が設けられることになったが、その意図としては金融緩和というより株価を停滞ラインから脱却させる意図があったと考えられる。図9は日本経済新聞に掲載されたものであるが、そこでは停滞ラインという概念がある。

その後、2014年10月、日銀はETFの購入を年間1兆円から3兆円に増やした。この時の株価はすでに上昇

基調に入っており、株価上昇の基調をさらに確実にするものであったと考えられる。これらのETF購入政策は景気を刺激するための異次元緩和政策といえる。

ところが、日銀はさらに2016年7月に6兆円まで購入枠を増やした。この購入枠の増大は、かなり急激な株価下落の中で行われた。ここでは株価の維持がETFの購入の目的になっているように思われる。というのは、日銀はETFの購入を異次元緩和として2013年から始めたが、その時の日経平均は15,000円ほどであった。その後、2015年6月24日に20,868円の2万円超えを達成した。ところが、同年12月に、アメリカの連邦準備理事会が9年半ぶりに利上げを決定したので、ニューヨークダウと連動する形で日経平均も15,000円近くまで大きく値を下げた。20,000円まで株価が上昇したので、防衛ラインは15,000円であったと思われる。金融引き締めによる下落圧力が大きく、防衛ラインを守るため、3兆円の購入枠を2016年には購入枠を

図9 日銀のETFの購入の時期と金額
株価はトレンド対比で過熱の域に



(注) 過熱と停滞は日銀が作成。今年3月までの最新値は19日に公表

日本経済新聞 2018年4月13日

6兆円に増額し、防衛したと考えられる。

さらに2020年3月、日銀はETFの購入枠を12兆円に増やした。この時の株価の推移とETFの購入状況は次のようになっている。



この時のETFの購入政策は、金融緩和というより株価の維持という観点から行われているように思われる。というのは、図1の日経平均株価の推移をみると、2017年に20,000円を付けて以降、20,000円から25,000円のボックス圏にあり、それが3年近く続いていた。ところが、2020年3月、新型コロナウイルスの感染拡大で、ニューヨークダウが29,000ドルから一時20,000ドルを切り、日経平均も24,000円台から16,000円まで急落した。この時、アメリカの連邦準備理事会が利下げと量的緩和の再開を発表したためニューヨークダウは急反発したが、日銀は3月、ETFの購入枠を6兆円から12兆円に増やし、20,000円の水準を防衛したと考えられる。

7 株価トレンドの予測

ここでわれわれがトレンドの形成要因として指摘したいのは、Ⅰ期、Ⅱ期、Ⅲ期、Ⅳ期、Ⅴ期のいずれにおいても、ネットとしての長期資金の動きである。トレンドの期間を短期にとると、必ずしもそうとは言えないように見えるが、5年から10年という長いスパンでトレンドを観察すると、長期資金の動きによって株価トレンドがうまく説明される。

バブル崩壊後の最高値を付けた2020年の株価水準を見ると、このようなトレンドがいつまで続くかある程度推測することができる。

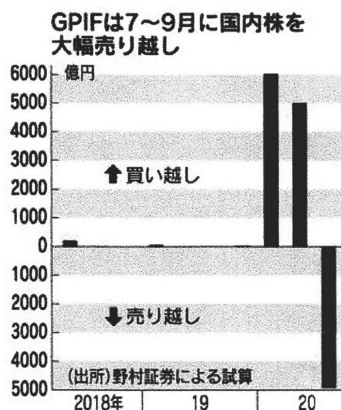
Ⅴ期の株価上昇の大半はGPIFと日銀によるETFの購入によるものであるが、それぞれについてETFの購入余力がどの程度あるのかを検討してみよう。

GPIFは2020年9月末時点でETFを41兆円ほど保有している。これは2014年10月に資産配分の見直しを行い、日本株の比率を12%から25%に引き上げたため、2020年9月末時点で24%に達したことによる。25%は厳密な基準ではなく、上下8%の乖離を認めているため、25%を超えても直ちに株式を売却する必要はない。

しかし、右の図に見られるように、2020年になってから、GPIFは5,000億円ほど株式を売却している。

これほどまで大きな金額で売却したのは初めてである。その理由は、GPIFの株式保有が運用資産全体の25%に近づいており、これ以上積極的に株式保有を進める強

図11 GPIFの国内株の買い越しと売り越し



日本経済新聞 2020年11月25日

い動機がないこと、もう1つは GPIF は所管する厚生労働省から市場平均以上の成績を強く求められているため、株価が上昇する局面では、売りが出る構図になっている。したがって、GPIF に関しては、今後の高齢化の進展による資産規模の縮小、並びに市場平均以上の運用の追求を考えると、日本株に関してはネットでの資金流出が生じるように考えられる。

一方、日銀は 2020 年 9 月末時点で、ETF を 40 兆円以上保有している。

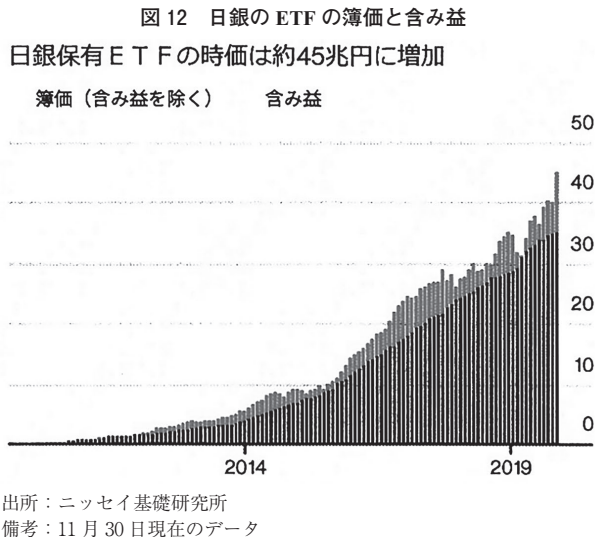
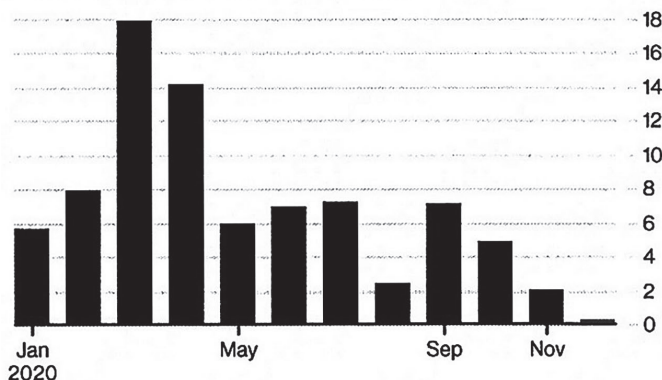


図 12 を見ると購入枠を 2020 年 3 月に、6 兆円から 12 兆円に増やした効果が大きい。しかし、2020 年 5 月以降、日銀の ETF の購入のペースはかなり落ちている。

図 13 2020 年の日銀の ETF の購入ペース
年率換算した日銀の月間 E T F 買い入れ額



出所：日本銀行，ブルームバーグ

備考：12 月は 14 日までのデータに基づく

図 13 を見ると、日銀の ETF の購入の購入ペースは 5 月以降、年間 7 兆円を下回るペースで、明らかに 3 月、4 月のようなハイペースではなくなっている。

2017 年 10 月 19 日付の日本経済新聞によれば、日銀の株式保有に関してその問題点が整理されている。

- 1 中央銀行が株を買うのは欧米では例がない。
- 2 金融政策としては物価への波及経路が見えづらい。
- 3 株式購入の恩恵が株式を保有する富裕層に偏る。
- 4 FTF を購入するので、上場企業に有利になる。
- 5 日銀の企業統治に対する存在感が大きくなる。
- 6 株価が下がった時、含み損が発生する。

これらの批判を考慮すると、日銀は購入枠を 12 兆円まで拡大したものの、今後はハイペースで ETF の購入を続けるのはかなり難しくなっていくと思われる。

公的資金による上昇トレンドは続かないし、その出口を考えるならば、Ⅱ期の持ち合いの解消のようなマイナストレンドを形成する可能性が大きい。

ただし、当面はアメリカを含めて世界のマネーの膨張があり、緩和マネーの一部が株式市場に流入してくるので、ニューヨークダウ、日経平均が最高値を付けたように上昇トレンドが続くようであるが、いずれその流入に限界が出てくる。その時はかなりの株価調整が行われ、下方トレンドから脱却するのは、何よりも企業業績の改善とネットとしての資金流入を促すような魅力的な投資機会が必要になるであろう。

最後に本論文では公的資金による株式購入の是非を論じてこなかったが、日銀による1日当たり700億円のETFの購入は市場の株価形成をゆがめるものであることを指摘しておく。市場というのは、投資主体が安いと思うものを買い、高いと思うものを売ることによって、合理的に取引が成立する仕組みになっているが、日銀のETFは基本的には「成り行き」であり、安く買おうという努力がない。また高くなっても売らないので、利益を得ようという合理性もない。したがって一般の市場参加者と全く異質の「不合理な」行動になっている。資金量があまりに大きいので、市場の価格形成を歪めてしまうことを指摘しておく。

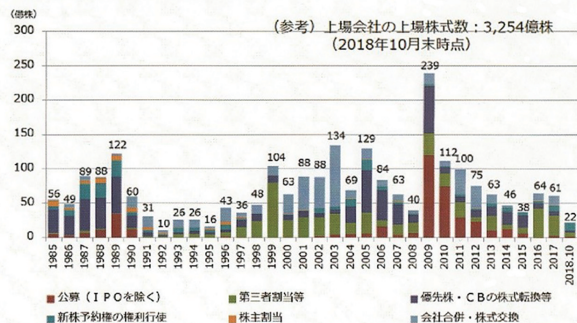
本論文を作成するにあたり、元慶應義塾大学商学部教授、田村茂氏から貴重なアドバイスをいただいた。先生の長年のご指導に感謝するとともに、本論文の誤りは全て筆者に帰すことを記しておく。

図 14 エクイティファイナンスの状況

東証上場企業による上場後のエクイティファイナンスの推移

- 上場後のエクイティファイナンスは低調であり、近年は発行済株式数の1%前後の規模。

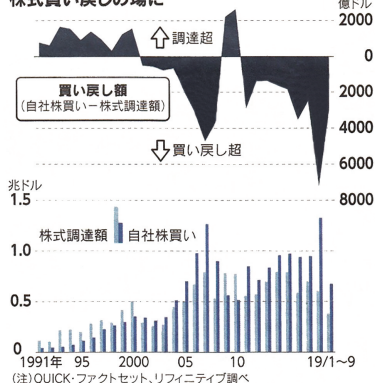
(上場会社の発行済株式数の増加状況)



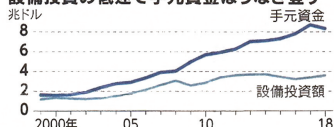
※ 2018年10月末時点 (株式分割による増加分を除く)

(出所) 東京証券取引所資料より抜粋

資金調達が減り、世界の市場は株式買い戻しの場に



設備投資の低迷で手元資金はうなぎ登り



(出所) QUICK・ファクトセット (注) 除く金融

世界的に、エクイティファイナンスは縮小している。

注

- 1) この間の詳しい経緯が日銀の金融政策決定会合の議事録に記されている。日本経済新聞 2021 年 1 月 25 日によれば「日銀の 2010 年 7 月～12 月の金融政策決定会合の議事録によれば、当時は先進国経済の先行き不安からリスク回避の円買いが広がり、1 ドル＝80 円台前半まで上昇した。日経平均株価は一時 1 万円を割り込んだ。対応に苦慮する日銀は初めて上場投資信託（ETF）を買い入れる政策に踏み込んだ。

白川方明総裁の率いる日銀は市場から金融緩和に消極的と見られていた。10 年 8 月に臨時会合を開いて追加緩和を決め、同年 9 月に政府・日銀が 6 年半ぶりに円売り介入を実施したものの、円高・株安を跳ね返すことはできなかった。「動かない日銀というレッテルを返上する必要がある」（須田美矢子審議委員）として強力な金融緩和を模索していた。

中銀の伝統的な金融政策は短期金利の操作だ。ただ短期金利は 0.1%で、当時は「これ以上の緩和は難しいところまで低下した」（森本宜久審議委員）と言われる状況にあった。「緩和効果を実現しようとする、もうそういう（リスク資産購入の）世界に入っていけないと出てこない」。同年 10 月の会合で白川総裁はこう述べ、ETF などの資産買い入れ基金の創設を決めた。

日銀は①政策金利を年 0～0.1%に引き下げ②消費者物価の上昇率が前年比 1%程度になると見通せるまでゼロ金利を継続③国債や ETF などを 5 兆円買い入れる枠を含めた総額 35 兆円の基金の創設——の 3 本柱で構成する「包括的な金融緩和」を打ち出した。

日銀の ETF 買い入れに対しては、企業統治などへの市場の監視が緩んだり、個別株の流動性が低下したりするとの懸念がある。

もっとも、株安への危機感が強かった当時はこうした異論は乏しかった。

「現在の株価水準は過小に評価されている。今求められているのは日銀がさらに強力な措置に踏み込み、萎縮した人々のマインドを目覚めさせること」（宮尾龍蔵審議委員）、「日銀が買うなら自分たちも買おうとか、周りの人たちの行動が変わる可能性は結構ある」（須田審議委員）と自らリスクをとることで他の投資家の不安を和らげ、追従を期待する意見が目立った。

ETF の買い入れ枠として設定したのは 4500 億円。現在は年 12 兆円まで膨らんだ。日銀の保有額は時価で 40 兆円を超え、20 年に最大の国内株保有者になったとみられている。」

参考文献

- 伊藤淳夫、藤岡徹 「日銀の ETF 購入開始から 10 年、残高膨張で高まる有効活用論」
Bloomberg 2020 年 12 月 15 日
藤巻健史 「日本株の堅調を喜んではいけない」 PRESIDENT Online 2020 年 12 月 14 日
経済産業政策局 事務説明資料 2019 年 11 月
河村小百合 コロナ危機下の米英に見る政府・中銀の役割分担とわが国の課題 日本

総研 2020 年 5 月 29 日

大塚理恵子 「日銀の ETF 大量購入への考察」みずほ総合研究所 2016 年 10 月 25 日

菊池正俊 「外国人投資家の視点」PHP 研究所 2008 年

水野博志 「財務的意思決定の分析」中央経済社 1996 年

水野博志 「株式持ち合いのエクイティファイナンスに果たした役割」NQI レポート
1998 年 9 月

矢口新「生き残りのディーリング」パンローリング社 2007 年

2018 年 6 月 2 日「日本財務管理学会第 46 回大会」京都産業大学での報告

Mizuno, H., The Value of dividend rights, voting rights and residual rights, 『福岡大学商学論
叢』63 巻 1・2 号 2019 年 3 月