

日経平均銘柄4割で「筆頭株主」へ

日銀 ETF購入倍増、株価形成ゆがむ懸念

日銀が上場投資信託（ETF）の買い入れ額を年3.3兆円から6兆円にほぼ倍増させる追加金融緩和を決めて1カ月。買い入れ拡大が個別銘柄に与える影響を推計すると、2017年度末には日経平均株価採用銘柄のうち約4割で日銀が「筆頭株主」になるとの結果になった。相場を下支えする効果はある半面、株価形成にゆがみをもたらすなど問題点を指摘する声も多い。

「日銀が買うか買わないか、当てっことをする相場になっている」。国内運用会社のファンドマネジャーは語る。年6兆円の目標達成には1日平均で250億円程度の買いが必要だ。日銀がETFを買えば相場は動くため、市場参加者は日銀の動向に敏感だ。

日銀は日経平均株価に連動するETFなどを7月まで1日あたり330億～350億円買い、8月は707億円に増やした。これとは別に賃上げなどに前向きな企業を対象としたETFを毎日12億円購入。基準は不明だが、午前中に相場が下げた時に買うことが多い。

だが8月は相場が下げても日銀の買いが入らない日が増え、25日は約2週間ぶりの買い入れが話題を集めた。市場では「買いのルールを変えた可能性がある。どこかで購入ベースを上げるのでは」（楽天証券の窪田真之氏）との思惑を呼んでいる。

も例がない。

ETFを通じて日銀は各企業の株をどれだけ保有しているのか。日経ヴェリタスはニッセイ基礎研究所の井出真吾氏の試算をベースに各銘柄の日銀の間接的な株式保有比率を推計した。日銀は日経平均、東証株価指数（TOPIX）、JPX日経インデックス400に連動するETFを買っており、各指数の銘柄構成比などから試算した。

8月23日時点での推計で日銀の株式保有比率が最も高いのはミツミ電機（6767）で、14%と事実上の筆頭株主だ。日経平均採用銘柄で最も寄与度が大きいファーストリテイリング（9983）にはETFを通じて4000億円強の資金が流入。事実上の保有比率は11%と柳井正会長兼社長などに次ぐ3位株主。すでに日経平均採用銘柄の約9割にあたる約200で上位10位以内の「大株主」となっている。



日銀の間接的な株式保有比率が高い主な銘柄（■は日銀が筆頭株主）

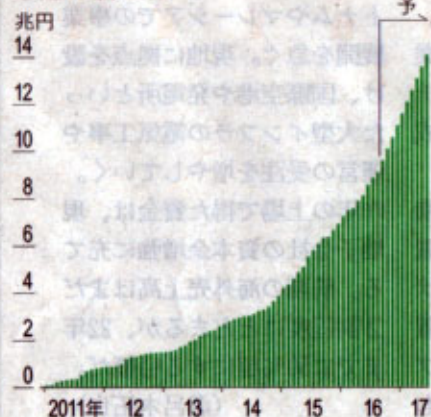
	8月23日時点	2016年度末	2017年度末
ミツミ(6767)	14.2	20.0	29.1
アドテスト(6857)	12.4	17.5	25.4
ファストリ(9983)	11.2	15.8	23.0
太陽誘電(6976)	10.6	14.9	21.7
TDK(6762)	10.1	14.2	20.7
東邦鉛(5707)	9.5	13.3	19.4
トレンド(4704)	9.1	12.8	18.7
コムシスHD(1721)	8.9	12.5	18.2
コナミHD(9766)	8.6	12.0	17.5
日産化(4021)	8.3	11.7	17.1
日産達(4041)	8.3	11.6	16.9
東エレク(8035)	8.1	11.3	16.5
オークマ(6103)	7.9	11.1	16.1
日東電(6988)	7.8	11.0	16.0
三菱倉(9301)	7.4	10.3	15.1
クレセゾン(8253)	7.2	10.1	14.8
日化薬(4272)	7.1	10.0	14.6
日清紡HD(3105)	7.1	10.0	14.5
東京ドーム(9681)	6.9	9.7	14.1
京セラ(6971)	6.9	9.7	14.1
テルモ(4543)	6.9	9.7	14.1
アルプス(6770)	6.8	9.6	14.0
ファナック(6954)	6.7	9.5	13.8

崩れる「円高＝株安」

日銀買いの存在感が高まった結果、「円高＝株安」のパターンが崩れつつある。日経平均とドル円相場の連動性を示す相関係数（1に近づくほど連動性が高い）は足元で0.2以下。7月末の0.7台から大きく下がった。日銀が買いに動かなくても「日銀のETF買いが入るかも」という思惑が一種の抑止力となり、売り圧力を弱めている。

すでに日銀は9兆円規模のETFを保有。日本株で最大級の投資家といえる年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の日本株保有残高（16年3月末で約30.6兆円）と比べると小さいが、今後6兆円の買い増しを続ければGPIFにひけをとらない投資家になる。中央銀行が株式市場においてこれほど巨大な存在になることは世界で

日銀によるETF買入れ額(累計)は急速に膨らむ



今後も日銀買いが続けば各銘柄の保有比率は一段と高まる。現在の時価総額をベースに試算すると、16年度末には日経平均採用銘柄の約1割(20社強)で日銀が筆頭株主になる。民間で最大級の株主、日本生命保険ですら現在3%だ。さらに17年度末には4割近く(約80社)にまで拡大する。日銀は信託銀行を通じてETFを買うため、実際に大株主として顔を出すわけではないが、間接的な保有では「日経平均」の最大株主となる。

見えない出口

ここまで日銀の存在感が高まれば大きく3つの弊害が指摘される。1つは市場の株価形成機能をゆがませることだ。個別企業の業績の良しあしや株価指標に関係なく自動的に資金が流入するため、市場での選別の目が利きにくくなる。ニッセイ基礎研の井出氏は「経営者が株主の評価を通じて経営課題に気付く機会を逃してしまう」と企業統治の空洞化を懸念する。

すでにファストリの予想PER(株価収益率)は80倍を超え、東証1部平均の約14倍から大きくかけ離れている。日銀買いに加え、その買いを先回りする形で短期筋が買いを入れることで「企業実態とかけ離れた株価」(大手証券)になってしまう。

2つめの弊害は株価のボラティリティ(変動率)が大きくなりかねない

大平金(5541)	6.7	9.4	13.7
ヤマハ(7951)	6.7	9.4	13.7
日ハム(2282)	6.4	9.0	13.1
北越紀州紙(3865)	6.3	8.8	12.8
キッコマン(2801)	6.1	8.6	12.5
東海力(5301)	6.1	8.5	12.4
日立建機(6305)	6.0	8.5	12.3
洋缶HD(5901)	6.0	8.4	12.3
明電舎(6508)	5.9	8.3	12.1
セコム(9735)	5.9	8.2	12.0
宝HLD(2531)	5.9	8.2	12.0
日揮(1963)	5.5	7.8	11.3
安川電(6506)	5.4	7.6	11.1
スクリン(7735)	5.3	7.4	10.8
カシオ(6952)	5.2	7.4	10.7
千代達(6366)	5.2	7.3	10.7
横河電(6841)	5.2	7.3	10.6
日水(1332)	5.1	7.2	10.4
ダイキン(6367)	5.0	7.1	10.3
フジクラ(5803)	5.0	7.0	10.2
丸井G(8252)	5.0	7.0	10.1
電通(4324)	4.9	6.9	10.0
松井(8628)	4.9	6.8	9.9
エーザイ(4523)	4.8	6.7	9.8
DOWA(5714)	4.7	6.6	9.6
NTTデータ(9613)	4.5	6.4	9.3
ニチレイ(2871)	4.5	6.4	9.3

ニッセイ基礎研の井出氏の試算方法をもとに日経ヴェリタスが推計。日経平均株価・東証株価指数(TOPIX)・JPX日経インデックス400のETFの時価総額比率をもとに日銀が保有するETFの時価総額を推計。その時価総額に各指数の銘柄構成比をかけた算し、日銀の保有比率を試算した。将来の時価総額や日銀以外の株主の変化は考慮していない

ことだ。日銀の株式保有比率が上がり続ければ市場に流通する株式数(浮動株)が少なくなる。「限られた浮動株が相場形成に大きな力を持つようになり値動きが荒くなりやすい」(SMB C日興証券の伊藤桂一氏)。

3つめの弊害は将来の出口が見えにくくなることだ。日銀も永久にETFを持ち続けるわけにはいかない。相場に悪影響を与えずにいかにETFを売

却していくか、問われる時期が来る。

日銀はかつて金融システムの安定化を狙い銀行保有株を買った時期がある。不良債権問題が深刻化した02~04年と金融危機後の09~10年だ。保有残高は1.3兆円規模。売却は16年度から始まったが、完全売却まで遠い。銀行保有株に比べETF買いは規模が大きい。日銀は出口の見えないトンネルに入っているように映る。(栗原健太)