

日本央行 通向出口的难路 ETF 持有、对企业经营的影响

郡司大志 大东文化大学教授

要点

- 由中央银行来买入股票在世界上也实属罕见
- 无需担心由于潜在损失出现导致日本央行无力偿付
- ETF 卖出的同时，购买同等额度的股票也是一种方案

围绕日本央行的金融宽松政策出口的讨论非常激烈。其中，关于交易所交易基金（ETF）买入政策的动向也受到市场的关注。本文中试论由于日本央行实施 ETF 买入所带来的影响及出口战略。



郡司大志教授

◇ ◇

自日本央行的白川方明总裁任期的 10 年 12 月开始，作为金融宽松政策的一个环节，开始买入 ETF。当初的意图是在国际金融危机后，解决日本经济中出现的大规模风险溢价（追加利率）。但是，买入额度有义务控制在“资产买入等的基金”之内。

但是在 13 年黑田东彦总裁就任后，基金被废止，作为 ETF 买入的量化·质化宽松政策的一环，其在频度·金额方面均得到了扩充。余额的时价达到了约 25 万亿日元。由于 6 月末的东证 1 部时价总额为 644 万亿日元，日本央行已经持有了东证 1 部约 4% 的上市股份。

美国联邦制度理事会（FRB）与欧州中央银行（ECB）通过购买担保贷款的资产担保证券

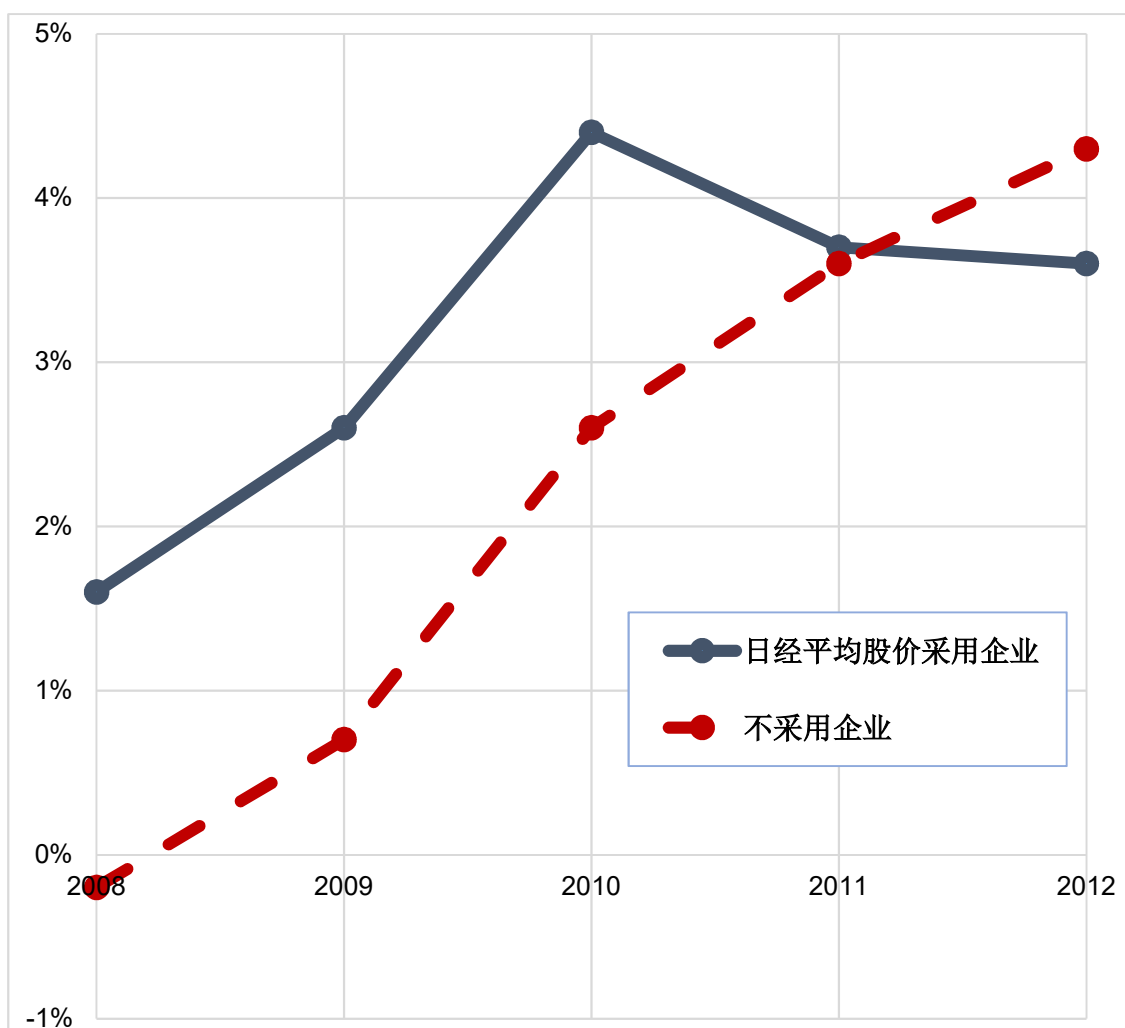
来实施量化宽松。该证券为存在到期的金融商品，但 ETF 并不是没有到期，而是如果不进行再投资，余值就会减少类型的资产。瑞士国立银行进行海外股份购买是一个通过中央银行进行股票购买的实例，也是使用外汇储备的一环。从根本上来说，在 FRB 进行股票买入是受到法律限制的。



日本央行持有 ETF 的影响，可以举出以下几个方面。第 1 可能对企业经营带来变化。

作者与三浦一辉·常叶大学副教授、袁媛·华东师范大学副教授一同进行的研究中，对日本央行在进行 ETF 买入后，日经平均股价采用企业与不采用企业的总资产收益率（ROA）如何发生变化进行了调查。通过观察 08~12 年的各企业群的平均 ROA 发现，到 10 年为止出现了并行变动，11 年之后在采用企业侧相对降低（参考图片）。

日经平均股价采用企业与不采用企业的总资产收益率（ROA）



受到日本央行 ETF 政策影响较强的企业群的利益在政策实行后出现了降低。要因虽然尚不明确，但是可以很自然的考虑到是由于日本央行间接地成为了股东，对企业的管理（统治）造成了某种影响。

日本央行通过 ETF，持有 10% 以上股份的企业已经攀升到了数十家。可以说日本央行夺取了民间部门所应该持有的权利。但是，在 14 年之后，推进了规范金融机构投资者行动原则的日本版尽责管理守则的导入，使信托银行变得有责任行使决议权，该影响在不断减弱。

第 2 对资源分配可能造成影响。政策开始之初，日本央行以日经平均联动型与东证股价指数（TOPIX）联动型的 ETF 作为时价总额来买入，14 年 12 月也开始买入 JPX 日经 400 联动。由于 TOPIX 是将东证 1 部上市的全部股票按照时价总额进行加权平均，通过日本央行的 ETF 买入，各股几乎被等同买入。另一方面，关于日经平均与 JPX400 联动的 ETF，只有特定的股票被购买。

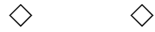
日经平均为了进行接近算数平均的计算，越是每 1 单位的股价高的股票（高价股），会有更多的 ETF 被纳入。这样的话，开始出现了是否会有一部分股票出现浮动股而被买空的担忧。日本央行所持有部分以外的浮动股减少，流动性降低的可能性是有的。

由于有这样的担心，日本央行在 7 月末提升了按照浮动股时价总额进行加权平均的 TOPIX 的购买比例。由于浮动股少的股票，买入额也变少，这些影响应该也会减弱。

第 3 是由于股价变动会对资金循环造成影响。日本央行在买入 ETF 之后就不再向民间部门付款了，但是民间部门却在对日本央行持续支付分红。企业经营情况恶化时，民间部门对日本央行支付的分红金也变少，经营情况得到改善时支付的也会更多。对于民间部门来说，对日本央行支付分红金与累进税制有相同的效果，存在内在稳定（经济形势的自动稳定装置）的效应。

第 4 由于股价下落，有出现低于净值的资本损失的可能性。出现资本损失的情况，在资产负债表中负债部分中以经营损失减值准备金来记账、日本央行的净资产会减少。

在 17 年 6 月 30 日的本专栏中，如户村肇·早稻田大学副教授所指出的，占据了日本央行资产负债表中负债大半的货币基础（现金及即期存款）在会计概念上属于“非债务的负债”。也就是说，日本央行即使在会计记账上陷入到无力偿付状态，与家庭及企业的无力偿付不同，在法律方面没有问题。



ETF 买入是为了增加货币基础，在宽松政策的出口，为了不对股票市场造成大的影响，需要将买入额度最终调整为零。在 7 月的金融政策讨论会上确定了“使买入额可以上下变动”这一策略。

需要认识到出口战略是一个长期战。向日本政府养老投资基金（GPIF）等其他公共机关出售，向特殊目的实体移管等方法也是可行的。但是此时可能需要有政治性的判断，无法拭去其所带来的拖延解决问题的印象。

在此作者进行 2 个提案。一个是继续持有的方案。红利对于好的经济形势来说是顺周期的，因此实现了内在稳定的效果，也不用担心由于资本损失造成的无力偿付。如 20 世纪 80 年代后期泡沫经济时期，物价水准虽然稳定，但是可以在股价等仅资产价格上涨时来出售。在进行外汇干预时，要提前准备能够发挥外汇储备功能的资产。

但是如果长时间持有股份，东证会将其看作为稳定股，但需要注意会对根据浮动股时价总额进行加权平均所计算出的 TOPIX 价格造成影响。

另外一个方案是，在市场进行 ETF 出售的同时，经由信托银行购买同额的股份，到目前为止，并没有积极参与进来的股东大会上，由股东就提高分红与工资进行提案。由于日本央行在一部分企业已经成为了主要股东，也会有得到批准的情况。

对企业来说，涨薪要求是成本增加的主要原因。如果也要求增加分红的话，将会变化为股价对策。在一部分的大企业中如果关联到涨薪，影响会波及到整体的经济形势。由于工资上涨转嫁到物价，会成为引起通货膨胀的一个原因，也不会与日本央行法发生抵触。

为了实现金融系统的稳定化，日本央行在 02~04 年与 09~10 年共计 2 次将金融机构持有的股份通过信托买入，最多时共买入了约 2 万亿日元，现在也持有约 1 万亿日元。但是，根据日本央行所制定的股份买入等基本要领及行使决议权的指针，对于管理资产的金融机构，要求日本央行及其他股东“以增加经济利益为目的行使决议权”。这样的话，由于涨薪而成本出现增加，有可能会造成利益冲突，需要设法使包括劳动者在内的全体国民的经济利益得到扩大。

根据基本要领，有需要应对企业本公司股票求购的规定，企业如果不希望有股东提案，可以通过购买本公司股票来将利益返还给股东，当然这是作为对应紧急情况的措施。如果实现通货膨胀，政府对工资进行托底的政策能够实现，日本央行取消股东提案也是可行的。

[本文经过笔者和日本经济新闻的同意，由 Discuss Japan 翻译转载。原文刊载于日本经济新闻 2018 年 8 月 22 日晨刊。]

郡司大志 大东文化大学教授

1974 年出生。法政大学博士（经济学）。专业为金融论、宏观经济学
