

# 日銀ETF買い入れ政策は持続可能か？

原 田 喜美枝

## 一、はじめに

二〇二二年一〇月二八日、日本銀行は「ETFの買入れの見直しについて」と題する文書を公表した。<sup>(1)</sup>ETF保有に係る費用等を勘案するため、二〇二二年一二月から信託報酬率が最も低い銘柄のETFを買い入れることにした、という内容であった。同日の金融政策決定会合後の記者会見で、この見直しに関する質問はなく、金融政策決定会合後の説明資料にもこの見直しに関する記述

はなかったことから、<sup>(3)</sup>市場関係者の間に疑問が渦巻いた。

なぜ記者会見でこれに関する質問がなかったのか、二〇二一年以降ほとんど買い入れられていない事実（つまり今後も買い入れは限定的という予想）があったこと、今後は本当に信託報酬率が最も低い銘柄を提供している一社のみから買い入れるのかという疑問、などが沸き起こった。

日経平均株価が一・五九%下落した二〇二二年一二月二日、日銀はETFを七〇一億円買い入れた。二〇二二年に入って七回目の買い入れであ

り、六回目までと同額であった<sup>(4)</sup>。日銀は日経平均株価が2%超下落したときに買い入れる（いわゆる2%ルール）という予想があったことから、この日の買い入れに市場は驚いた。日銀が発表した買い入れ金額と、信託報酬率が最低水準である個別ETF銘柄の大口クロス売買の金額が同規模であったことから、一二月二日の七〇一億円で買われたのはこのETF銘柄のみであると結論づけられた。これらの事実は市場関係者を更に困らせることになった。

具体的には、過去に買い入れたETFを含めて信託報酬率の低い銘柄への入れ替えが起るか、信託報酬率の高いETFの一部を売却することはあるか、といった疑問である。後で詳しくみるように、近年、買い入れ金額は激減しており、新規買い入れ分のETFのみを信託報酬率の低いETFに変更するだけでは効果は非常に限定的だから

である。

本稿では、ETF買い入れ政策だけに限定せず、金融政策全体との関連についても考慮に入れて、ETF買い入れ政策の持続可能性について考察する。

## 二、金融政策全体との関連性

日銀が一〇日ごとに公表をしているバランスシートの状況は、営業毎旬報告で確認できる。この報告をみることで、国債やETF等を買入れた状況だけでなく、さまざまな政策や業務の結果がわかる。二〇二二年一二月二日発表の「営業毎旬報告（令和四年一月三〇日現在）」によると、国債の保有残高は五六一・四兆円、ETFの保有残高は三六・九兆円であった<sup>(6)</sup>。

金融政策の主力は二〇一六年九月に導入された

「長短金利操作付き・量的質的金融緩和」（いわゆる YCC）である。YCCの下、一〇年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行うという操作方針を採り、イールドカーブ・コントロールの運営を行っている。金利の変動幅は±〇・二五%程度に決められており、その結果として残高は五六一兆円超となっている。<sup>(7)</sup>

さて、二〇二二年一月二八日に発表された令和四年度上半期決算によると、保有国債を時価評価すると八、七四九億円の含み損が発生していた。<sup>(8)</sup> この評価損の主因は金利上昇である。二〇二二年四月末の一〇年債金利は〇・二二%、半年後の一〇月末は〇・二五%であり、この半年では〇・〇三三%の上昇であった。<sup>(9)</sup> 一〇年債金利は日々変動し、日銀が保有する国債年限は短期から長期まで巨額であり、一概には言えないものの、数ベ-

シスポイントの金利上昇が含み損をもたらしたといえる。<sup>(10)</sup>

日本国内でインフレは進行しており、諸外国ではインフレに伴い金利も上昇している。国内で金利は抑えられているものの上昇傾向であり、金利が上昇する局面では日銀保有国債の評価損は拡大することが予想される。二〇二二年一月二日の参議院予算委員会では、イールドカーブ全体が一%上昇した場合の評価損は二八・六兆円、二%上昇すれば五二・七兆円になるとの試算が日銀側から示された。<sup>(11)</sup>

なお、日銀は保有国債の評価方法として償却原価法を採用しているため、金利上昇に伴い国債の市場価格が下落しても、保有資産の評価損は生じない。伊藤（二〇二二）で懸念されるように、満期保有する国債の評価損の問題よりも深刻となるのは、当座預金への付利による赤字発生である。

金融緩和で国債等を購入すると、日銀のバランスシートでは資産が増加すると同時に、負債となる当座預金の残高も増加し、バランスシートが拡大してきた。二〇〇八年一月からは日銀当座預金の超過準備（補完当座預金制度）に〇・一%の付利がおこなわれるようになった。二〇一六年一月からは当座預金が三層構造となり、マイナス〇・一%を適用する部分、〇%を適用する部分、プラス〇・一%を適用する部分に分かれている。

この補完当座預金制度の下、二二年度上半期ではプラス金利に係る利息として一、〇三六億円の費用が生じた。金融緩和からの政策変更局面では政策金利は引き上げられる。補完当座預金制度の当座預金には政策金利が付利されることから、当座預金の利払いは増えることになる。単純化して考えると、政策金利が一%上がれば、五〇〇兆円近い当座預金の一%、つまり五兆円近い利息支払

いが生じることになる。<sup>12)</sup>

金利が上昇すると補完当座預金で払う費用が増えることから、収益の確保は重要になる。二二年度上半期の収益は、国債利息収入が約〇・六兆円、外国為替収益が約一・五兆円、ETFの分配金（運用益）が約一兆円など、約三・三兆円であった。ETF買入れ政策の結果保有しているETFから生じる運用益は、日銀の損益状況を左右する重要な資産といえる。

ETF買入れのルールを定める基本要領によると、リスク性資産であるETFは、時価が簿価を下回ると、上半期末か期末に差額分に相当する損失引当金を積む必要がある。左三川・中野（二〇二二）によると、損失引当金が必要な水準（損益分岐点）は日経平均株価ベースで一・九、八九一円と推計される。保有ETFの時価が大きく下落するリスクはあるものの、大きな運用益が得られ

る恩恵もあり、一長一短である。

とはいえ、補完当座預金の利払い費用をカバーできるETFの運用益は貴重である。後述するよ  
うに、ETF保有に係る間接費用も軽減してきて  
いることから、今後多額の運用益は期待でき  
る。ETF買入れ政策以外の金融政策も勘案す  
れば、日銀のバランスシートからETFが移され  
る可能性は低いだらう。

### 三、株式市場でのプレゼンス

日銀は保有するETFから多額の運用益を得て  
いるものの、運用益はこれまでの政策の結果であ  
り目的ではない。二〇二一年三月の政策点検で、  
株価急落時など必要な時のみ買う方式に改められ  
てから、年間の購入金額は大きく減っている。二  
〇二〇年の買入れ金額は七・一兆円だったが、

二〇二一年は〇・八七兆円と、現総裁就任年の二  
〇一三年（の約一・一兆円）以降で最小金額だっ  
た。先に述べたように、二〇二二年の買入れ額  
は一二月二〇日時点で約〇・五兆円である。

株式市場への副作用を考えると、今後も日銀が  
ETFを大きく買入れる場面は非常に限られる  
だらう。いくつもの理由がある。二〇二二年三月  
まで存在した東証市場第一部で、日銀は市場全体  
の時価総額の七%強を保有していた。同年四月か  
らは市場第一部はプライム市場に移行したが、日  
銀の保有状況に変化はなく、巨額を保有したまま  
である。二〇二〇年一月以降、日銀は年金積立  
金管理運用独立行政法人（GPIF）を抜き、世  
界最大の日本株保有者になっている。日銀が事実  
上の筆頭株主になっている企業は、一〇〇社を超  
える。筆頭株主ではなくても、日銀が間接的に発  
行済株式数の二割以上を保有している企業も複数

存在し、上位一〇位以内の大株主に日銀が入る企業は旧東証一部の半数以上を占めた。<sup>64)</sup>ETFの形で保有しているため、個別銘柄の株主名簿に日銀の名前は出ず、間接的な保有である。

金融庁の機関投資家向け行動指針（スチュワードシップ行動）に基づけば、年金基金は真のアセットオーナーとして委託先の運用会社を通じて議決権行使に関与することが求められている。日銀も同様にETFの運用会社を通じて議決権行使に関与するべきだという意見はあるものの、現実には運用会社任せである。<sup>65)</sup>ETFの場合、株主は運用会社であり、運用会社は各社の議決権行使基準に基づいて議決権を行使している。各社の行使基準を比較してETFを選ぶことはできるだろうが、二二年一二月からは信託報酬率が最も低いETFが選ばれている。つまり、企業統治に与える影響は未だ考慮されていない。

二〇二一年以降買い入れが大きく減少するとメディア報道も減ったが、ETFは国債と異なり満期のない金融商品で、売却しない限りバランスシートに残る。つまり、株式市場でのプレゼンスは引き続き巨大なままである。株式市場の価格変動率は高く、巨額のETFを保有するリスクも高い。二〇二〇年三月半ばの株価大暴落時には一時的に保有ETFに評価損が生じたものの、三月末に相場が持ち直し、損失の発生は回避されたことがある。

#### 四、政策変更と買い余力

ETF買い入れ政策は二〇一〇年一二月に時的な制度としてスタートし、何度か見直しされてきた。当初は日経平均株価とTOPIXに連動するETFが時価総額に比例する形で買い入れられ

た。二〇一四年四月からはJ P X日経四〇〇に連動するETFと設備人材ETFが加わった。<sup>06</sup>日経平均株価を構成する二二五銘柄はTOPIXの構成銘柄でもあり、日経平均株価の構成銘柄で浮動株が枯渇するという問題が生じた。

その後TOPIXに連動するETFの比率が上がることになる。二〇一六年一〇月からは年間買入れ上限の六兆円のうち、約半分の二・七兆円（〇・三兆円は設備人材ETFへ）をTOPIXに連動するETFの買入れとし、残る三兆円が時価総額に比例する形で、三つの日本株指数（TOPIX、日経平均株価、J P X日経四〇〇）のETFに振り向けられた。この頃から小型株（時価総額が小さく流動性が低い銘柄）への影響が大ききことが懸念されるようになった。日銀のETF買入れに伴い小型株の値動きが荒くなったことも観察された（原田（二〇二一））。

二〇一八年八月、二〇二〇年五月にもTOPIXに連動するETFの比率が高まった。東京証券取引所（東証）のETF市場の八割以上を日銀が保有するようになり、自らが買入れたETFの時価総額が増えたことから、二〇二〇年五月からは市中流通残高（日銀保有分を除く）ベースの買入れとなった。そして、二〇二一年四月以降はTOPIXに連動するETFのみが買入れ対象となった。

二一年春以降は、市中流通残高に応じてTOPIXに連動するETFが買われることが期待されたが、ETF買入れは激減した。二〇二二年四月に東証の市場再編が行われ、同年一〇月からはTOPIXの見直しもスタートしている。TOPIXに連動するETFを買い増すことで、TOPIXから除外される段階的ウェイト削減銘柄四九三銘柄へのマイナスの影響が増すことが懸念され

る。

以上のことから、日銀が能動的にETFを買う余地は市場には残されていない。しかし、国債と異なり満期のないETFは、売らない限り残り続ける。二〇二二年一〇月の見直し（信託報酬率の最も低いETFを購入するという見直し）は、このタイミングで発表された。買い入れ余地は限定的ではあるものの、保有し続けるからにはコストを下げるという意図なのだろう。

市中流通残高に基づいた買い入れを行うという変更も、信託報酬率の最も低いETFを買い入れるという変更も、金融政策の見直しとしては異例の措置といえよう。市中流通残高に基づいた買い入れは、残念ながら二二年一〇月の見直しで消え去り、今は採用されていないが、運用会社間の不公平感を払拭する意図があったと考えられる。信託報酬率の最も低いETFを買うという変更は、

バランスシートに保有し続けるために少しでもコストを減らしたいという意図だろうか。

コスト削減を狙っても、これまでに買い入れたETFまで信託報酬率の低いものに入れ替えることは現行制度上難しい。「金融商品に関する会計基準」等に従うと、信託報酬率の低いETFに入れ替えをする場合は売却処理する必要がある。つまり、株価指数が低い時に購入した信託報酬率が相対的に高いETFを売ることになり、ETFの入れ替えにより利益が発生する（株価指数に連動するETFの信託報酬等については表1から表3参照）。仮に、利益を確定して信託報酬率の低いETFに入れ替えた場合、損益分岐点が大きく上昇することになり、株価変動リスクを考えると現実的な対応とはいえない。<sup>17)</sup><sup>18)</sup>



表1 TOPIXに連動するETF

コード	銘柄名	信託報酬率 (単位:bp)	信託報酬率の 低下の有無	残高(単位:億円。 2022年11月末)	推計日銀保有割合	上場日
1305	ダイワ上場投信ートビックス	6	有(11→6)	75,467	90%	2001年7月13日
1306	NEXT FUNDS TOPIX連動型上場投信	6*	無	167,956	88%	2001年7月13日
1308	上場インデックスファンドTOPIX	8.8	無	77,170	88%	2002年1月9日
1348	MAXIS トビックス上場投信	7.8	無	24,996	79%	2009年5月15日
1473	One ETF トビックス	7.8	無	4,555	71%	2015年9月7日
1475	iシェアーズ・コア TOPIX ETF	4.5*	有(6→4.5)	7,962	66%	2015年10月20日
2524	NZAM上場投信TOPIX	7.5	無	1,507	64%	2019年2月6日
2557	SMDAM トビックス上場投信	7.4	無	387	36%	2019年12月16日
2625	iFreeETF TOPIX(年4回決算型)	6	無	521	12%	2020年11月10日

〔出所〕 東京証券取引所銘柄一覧（ETF）、東証マネ部！等を参考に筆者作成。

\* 純資産総額の残高に応じて信託報酬が段階的に下がる料率体系（段階料率）導入。

## 五、おわりに

日銀のETF買い入れ政策の持続可能性について、金融政策全体との関連性、株式市場でのプレzensという観点から考察してきた。

保有国債の評価方法として償却原価法が採用されており、金利上昇に伴い国債の市場価格が下落しても、保有資産の評価損は生じないが、通貨の信認という懸念は生じる可能性があるだろう。当座預金への付利による赤字発生も大きな懸念となる。日銀当座預金の超過準備（補完当座預金制度）へのプラス金利の支払い利息が、金融緩和からの政策変更局面で引き上げられると、補完当座預金制度の当座預金には政策金利が付利されることから、当座預金の利払いは増えることになる。ETFの運用益は金融政策全般の運営に不可欠な

日銀ETF買入れ政策は持続可能か？

表2 日経平均株価に連動するETF

コード	銘柄名	信託報酬率 (単位:bp)	信託報酬率の 低下の有無	残高(単位:億円、 2022年11月末)	推計日銀保 有割合	上場日
1320	ダイワ上場投信-日経225	12	有(16→12)	35,213	84%	2001年7月13日
1321	NEXT FUNDS日経225連動型上 場投信	12*	有(18→12)	76,232	84%	2001年7月13日
1329	iシェアーズ・コア 日経225ETF	4.5*	有(10.5→4.5)	9,247	53%	2001年9月5日
1330	上場インデックスファンド225	22.5	無	36,057	87%	2001年7月13日
1346	MAXIS 日経225上場投信	17*	無	18,391	78%	2009年2月25日
1369	One ETF 日経225	15.5	無	3,254	69%	2015年1月15日
1397	SMDAM 日経225上場投信	14	無	840	68%	2015年3月25日
2525	NZAM 上場投信 日経225	13.5	無	1,767	17%	2019年2月6日
2624	iFreeETF 日経225(年4回決算型)	12	無	202	0%	2020年11月10日

〔出所〕 東京証券取引所銘柄一覧 (ETF)、東証マネ部！等を参考に筆者作成。

\* 純資産総額の残高に応じて信託報酬が段階的に下がる料率体系 (段階料率) 導入。

役割を担っている。金利上昇局面でETFを日銀のバランスシートから外すことは難しいだろう。

株式市場でのプレゼンスは既に十分大きく、様々な副作用が生じていることを確認した。今後は、株価急落局面などの非常時を除いて、巨額を買い入れることは難しい。ETFを持ち続けるコストを削減する意図から、信託報酬率の最も低いETFが購入対象になったが、現状ではコスト削減効果は限られる。過去に買い入れて保有しているETFを信託報酬率の低いETFに入れ替えることは現行の会計基準等では難しいし、日銀独自の制度を作ったとしてもETF銘柄の入れ替えは運用業界に与える影響が甚大であり、現実的ではないだろう。

表1から表3で確認したように、ETFの信託報酬率は二〇二二年に入り低下してきている。信託報酬率が低下することは日銀含め顧客にメリッ

表3 JPX日経400に連動するETF

コード	銘柄名	信託報酬率 (単位:bp)	信託報酬率の 低下の有無	残高(単位:億円、 2022年11月末)	推計日銀保 有割合	上場日
1591	NEXT FUNDS JPX日経イン デックス400連動型上場投信	10*	有(17.7→10)	11,891	86%	2014年1月28日
1592	上場インデックスファンドJPX 日経インデックス400	10	無	3,053	88%	2014年1月28日
1593	MAXIS JPX日経インデックス 400上場投信	7.8	無	6,034	81%	2014年2月6日
1599	ダイワ上場投信ー JPX 日経400	18	無	3,424	86%	2014年3月27日
1474	One ETF JPX 日経400	17	無	2,020	85%	2015年9月7日
2526	NZAM 上場投信 JPX 日経400	11.5	無	459	54%	2019年2月6日
1364	iシェアーズ JPX 日経400 ETF	4.5*	有(11.5→4.5)	2,740	80%	2014年12月2日

〔出所〕 東京証券取引所銘柄一覧（ETF）、東証マネ部！等を参考に筆者作成。

\* 純資産総額の残高に応じて信託報酬が段階的に下がる料率体系（段階料率）導入。

トはあるものの、トラッキングエラーの拡大など、商品性の低下と無縁ではない面もある（原田（二〇二二））。

二〇二二年二月二〇日、日銀は長期金利の上限を従来の〇・二五％程度から〇・五％程度に変更した。誘導目標の〇％程度という金利水準は変わらず、下限もマイナス〇・五％に拡大しているものの、実質的には金利上昇である。本稿の二、で確認した日銀バランスシートの懸念は増すことが予見できる。満期がくればバランスシートから落ちる国債と異なり、残り続けるETFは金利上昇局面でどう運営されていくのか、今後の動きを注視したい。

〔注〕

(1) 「ETFの買入れの見直しについて」[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2022/rel221028b.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2022/rel221028b.pdf)（最終

日銀ETF買い入れ政策は持続可能か？

- 閲覧日 二〇二二年二月一八日)
- (2) 「総裁記者会見」 [https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken\\_2022/kk221031a.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2022/kk221031a.pdf) (最終閲覧日 二〇二二年二月一八日)
- (3) 「当面の金融政策運営について」 [https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2022/k221028a.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2022/k221028a.pdf) (最終閲覧日 二〇二二年二月一八日)
- (4) 「指数連動型上場投資信託受益権 (ETF) および不動産投資法人投資口 (REIT) の買入結果ならびにETFの貸付結果」[https://www3.boj.or.jp/market/jp/menu\\_ETF.htm](https://www3.boj.or.jp/market/jp/menu_ETF.htm) (最終閲覧日 二〇二二年二月一八日)
- (5) 二月二〇日時点で、二〇二二年の年間の買い入れ額は四、九〇七億円にとどまっております。二〇二〇年の七兆一、三六六億円と比べると大幅に縮小している。二〇二一年の年間買い入れ額八、七三四億円と比べても二二年は半減近く。
- 二〇二二年の買い入れ日時は、一月二五日、三月七日、四月七日、五月一九日、六月二三日、六月一七日であった。
- (6) 「営業毎旬報告 (令和四年一月三〇日現在)」<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/acma/ release/2022/ac221130.htm> (最終閲覧日 二〇二二年二月一八日)
- (7) 本稿提出日の二〇二二年二月二〇日、金利の変動幅は
- ±〇・五％程度に変更された。
- (8) 「第一三八回事業年度 (令和四年度) 上半期財務諸表等について」の「九・保有有価証券の時価情報」欄参照。  
<https://www.boj.or.jp/about/account/za2211a.htm/> (最終閲覧日 二〇二二年二月一八日)
- (9) 財務省「国債金利情報」[https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest\\_rate/index.htm](https://www.mof.go.jp/jgbs/reference/interest_rate/index.htm) (最終閲覧日 二〇二二年二月一八日)
- (10) 「日本銀行が保有する国債の銘柄別残高二〇二二年」  
<https://www.boj.or.jp/statistics/boj/other/mei/ release/2022/index.htm/> (最終閲覧日 二〇二二年二月一八日)
- (11) Bloomberg ニュース「赤字や評価損発生でも、政策遂行能力損なわれずー兩宮日銀副総裁」<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-12-02/RM80J6T0AFBF01> (最終閲覧日 二〇二二年二月一八日)
- (12) 令和三年度上半期の当座預金残高は五四一兆円、令和四年度上半期の当座預金残高は四九三兆円だった。
- (13) 二〇二一年三月の金融政策「点検」とETF買い入れ政策の関連については原田 (二〇二二) 参照。
- (14) 本段落の数字等は下記の報道等を参考にしてている。「検診日銀ETF購入一〇年 無言の大株主、示さぬ責任」日本

経済新聞 二〇二〇年二月一六日、「公的マネーが大株主、東証一部の八割 四年前から倍増」朝日新聞 二〇二〇年一〇月三日、「日銀保有株増 健全な市場機能が損なわれる」二〇二〇年二月四日 読売新聞。

(15) 日銀が買い入れているETFは、日銀専用ではなく、一般投資家が買うETFである。つまり、スチュワードシッ  
プ責任は課されない。それにも関わらず、日銀保有分に  
してスチュワードシッ プ責任を求める論考は複数ある。例  
えば、平山（二〇二一）参照。

(16) 設備人材ETFは略語。「設備投資および人材投資に積極  
的に取り組んでいる企業を支援するための指数連動型上場  
投資信託受益権」が正式名称。

(17) 現行の会計基準等から判断すると、同じ株価指数に連動  
する複数銘柄のETFの入れ替えを行う場合は、売却処理  
をして損益を認識することになる。実務指針やQ&Aでは  
同一の金融資産のクロス取引による売買処理は禁止されて  
くる。

「金融商品に関する会計基準」(https://www.asb.or.jp/wp-  
content/uploads/1v-kaiji.pdf (最終閲覧日 二〇二二年一  
二月一八日)、「金融商品会計に関するQ&A」 https://ic  
pa.or.jp/specialized\_field/publication/files/  
2-11-0-2-20150416.pdf (最終閲覧日 二〇二二年一二月

一八日)、「金融商品会計に関する実務指針」https://icpa.  
or.jp/specialized\_field/publication/files/  
2-11-14-2-20160325.pdf (最終閲覧日 二〇二二年一二月  
一八日)

(18) 損益分岐点の上昇という問題に加え、評価益の出ている  
ETFを売却することにより実現益が発生する場合には、  
一般の投資家と同様に、約二〇%の税金がかかることにな  
ると考えられる。

(19) Bloomberg「日銀ETF買い入れ見直し、実質削減効果  
は限定的」中央大・原田教授」https://www.bloomberg.  
co.jp/news/articles/2022-11-01/RKLN00T0GJKW01 (最終  
閲覧日 二〇二二年二月一八日)

#### 参考文献

- 伊藤隆敏（二〇二二）「赤字回避優先は本末転倒 日銀の財務  
を問う」二〇二二年八月二四日 日本経済新聞 経済教室  
左三川郁子・中野雅貴（二〇二二）「金融政策ウオッチ 日銀  
のETF保有コスト」公益社団法人日本経済研究センター  
二〇二二年二月七日  
原田喜美枝（二〇二二）「ETF購入 副作用は正遠く」二〇  
二二年四月一五日 日本経済新聞 経済教室  
原田喜美枝（二〇二二）「インデックスファンドは一物一価で

日銀ETF買い入れ政策は持続可能か？

あるべきか？ — 海外の主要指数から考察する信託報酬の  
ばらつき — 『証券アナリストジャーナル』二〇二三年一月  
号

平山賢一（二〇二二）「日銀ETF問題、問題見詰め直すと  
き」二〇二二年四月十八日 日経ヴェリタス

本稿の内容や意見は、執筆者個人に属し、執筆者が所属・関  
与する組織の公式見解を示すものではない。

（はらだ きみえ・中央大学商学部教授  
当研究所客員研究員）