

PRAEVIDENTIA WEEKLY (8月10日)

円：GPIF パラドックス

<要約>

GPIF の運用改革の議論が再び高まり、ドル/円相場の下支え要因となっているようだ。運用改革により日本株投資比率引上げに伴って外貨資産への投資も増え、かつ GPIF 以外の年金基金も追随するという期待が高まっている。とは言え、外貨資産投資がどの程度増えるかは非常に不透明で、また一気にシフトする訳ではなく数年かけて分散して行われるため、インパクトはあってもかなり薄められる。更に、円安→株高という因果関係が崩れつつある中で、海外投資家の日本株買いが従来のように円売りヘッジを伴わず、対日株式投資がそのまま円買い・円高圧力となるリスクが高まっている。

GPIF 運用改革のスケジュール感

国債での運用比率が半分を超えている GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用改革を巡っては、昨年 11 月に政府有識者会議の伊藤座長が国債比率を大きく引下げ、株式を含むリスク資産の比率を大きく引き上げる方針を助言して以降、市場の関心が高まった。そして今年 6 月の厚生労働省による年金財政検証を受けて、内閣が資産構成見直しを当初予定の今年末ではなく今年 9-10 月への前倒しを要請し、秋の臨時国会（9 月 29 日召集・期間 70 日間程度との見方があるが、10 月にずれ込む可能性も）で GPIF 改革法案が提出され運用方針と合わせて意思決定（ガバナンス）方式についても議論が行われる見込みだ。このため、新方針に基づく運用は来年度から開始される可能性が高く、今すぐという訳ではなさそうだ。

為替市場がなぜ反応するのか

今回、為替市場で注目された報道としては、①政府・与党筋が総額 127 兆円の GPIF の運用改革で国内株式比率を 20%超へ引き上げる、という報道、②GPIF の運用改革に総額約 51 兆円の共済年金が追随するという報道、などがあつた。政府のプライオリティとして日本株式での運用を積み増して欲しいというのがあり、報道も基本的に株式運用額の増加額が焦点だ。もっとも、国内債運用比率の低下・株式運用比率の上昇と共に、外国証券での運用額も増えるはずだ、という漠然とした連想が為替市場での反応に繋がっているようだ。

為替市場へのインパクトの評価

GPIF の運用改革の為替市場へのインパクトを評価する上で重要なポイントとして、①（株式比率ではなく）外貨資産運用比率がどの程度高まり、どの程度の金額が外貨資産購入に充てられるか、②GPIF の運用改革にどれだけ多くの他の年金基金が追随するか、③運用改革がどれくらいの期間で達成されるのか、がある。

① 外貨資産運用比率がどの程度高まるか？

実は、外貨資産運用比率が高まるかは非常に不透明だ。現時点でどの程度のポートフォリオ比率になるのかは不明だが、国内株式を 20%超へ引上げ、国内債券を 40%へ引下げる、という政府・与党筋の発言報道と、これまでの運用改革に関する議論でもう一つの焦点であったインフラ投資などの「代替投資」もある程度確保する（有識者会議の伊藤座長発言における 10%を使用）と仮定すると（図表 1 のケース①）、外国債券、外国株式の比率は各々12%、13%、合計 25%程度にならざるを得ず、これは 14 年度の基本ポートフォリオにおける比率（各々11%、12%、合計 23%）は若干上回るものの、今年 3 月末時点での比率（11.1%、15.6%、合計 26.6%）はむしろ下回り、金額にして 2.1 兆円の削減が必要となる計算だ。

これでは為替市場参加者の大きな失望を買う。このため、株式の比率をぎりぎり 20%超である 22%とし、

代替投資も 5%に抑える一方、外貨投資を重視して外国債券を 16%、外国株式を 17%とすれば、外貨投資全体の比率は 3 月末の 26.6%から 33%へ高まり、総額 8 兆円の純増に繋がり、金額的に為替市場に対してある程度のインパクトを与えることができるかもしれない（図表 1 のケース②）。

図表 1：GPIF の運用改革のケーススタディ

	14年度基本ポート		13年度末	ケース①			ケース②	
	比率%	乖離許容幅	比率%	比率%			比率%	
国内債券	60.0	±8%	55.4	国内債券	40.0	-15.4	40.0	-15.4
国内株式	12.0	±6%	16.5	国内株式	25.0	+8.5	22.0	+5.5
外国債券	11.0	±5%	11.1	外国債券	12.0	+0.9	16.0	+4.9
外国株式	12.0	±5%	15.6	外国株式	13.0	-2.6	17.0	+1.4
短期資産	5.0		1.5	代替投資	10.0	+8.5	5.0	+3.5
合計	100.0		100.0	合計	100.0		100.0	
外国証券計	23.0		26.6	外国証券計	25.0	-1.6	33.0	+7.2
			兆円	兆円	変化額		兆円	変化額
国内債券			70.2	国内債券	50.6	-19.5	50.6	-19.5
国内株式			20.8	国内株式	31.6	+10.8	27.8	+7.0
外国債券			14.0	外国債券	15.2	+1.2	20.3	+6.3
外国株式			19.7	外国株式	16.5	-3.3	21.5	+1.8
短期資産			1.8	代替投資	12.7	+10.8	6.3	+4.5
合計			126.6	合計	126.6	+0.0	126.6	+0.0
外国証券計			33.7	外国証券計	31.6	-2.1	41.8	+8.0

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

② 日本の年金基金全体が GPIF に追随したらどうなるか？

そもそも GPIF の運用改革が注目されてきたのは、GPIF 自体が世界最大級の規模の年金基金であるだけでなく、日本の多くのその他の公的・私的年金基金も GPIF をベンチマークとして運用している先が多く、国内債から国内株や外貨投資の増加に追随するとみられるためだ。今回、共済（国家公務員、地方公務員、日本私立学校振興・共済事業団、その他地方自治体。総額約 51 兆円）が GPIF に追随する動きも、全くサプライズではないが、政府のコントロールが効き易く、来年 10 月以降に GPIF との運用一元化が予定されているため、株式市場が好感し、為替市場も反応したようだ。

GPIF の運用資産総額 127 兆円に対し、日本の年金基金の運用資産は全体で約 290 兆円と GPIF の倍以上ある。企業年金の運用比率をみると、債券が 46%と既にかかなり低くなっている一方、外国証券の比率が 28%と比較的高く、国内株式比率が 12%と比較的低い（表 2）。上述の GPIF の例のように、株式投資と代替投資を重視するケース①だと、国内債券の売却が 30 兆円、その大半になる 29 兆円が国内株式投資に回る一方、外国証券投資は 1 兆円の微減となる。他方、外国証券の増加も重視するケース②の場合だと、国内株式の増加が 21 兆円と若干小さくなる一方、外国証券の増加は 22 兆円と非常に大きい額となる。このため、今後の GPIF 運用改革の為替市場への影響を考える上では、国内債券比率、株式比率だけでなく、代替投資と外国証券投資を政府がどの程度重視するかも重要な要素となる。

図表 2：日本の年金基金全体の運用改革のケーススタディ

	公的年金計		企業年金		年金計		ケース①			ケース②		
	うち GPIF		比率	兆円	比率%	兆円	比率%	兆円	変化額	比率%	兆円	変化額
国内債券	93.2	70.2	52.7	45.8	145.9	50.4	40.0	115.8	-30.2	40.0	115.8	-30.2
国内株式	29.0	20.8	14.2	12.4	43.2	14.9	25.0	72.4	29.2	22.0	63.7	20.5
外国証券	41.1	33.7	32.2	28.0	73.3	25.3	25.0	72.4	-1.0	33.0	95.5	22.2
その他	11.2	1.8	15.8	13.8	27.0	9.3	10.0	28.9	2.0	5.0	14.5	-12.5
総額	174.4	126.6	115.0	100.0	289.4	100.0	100.0	289.4	0.0	100.0	289.4	0.0

（注）公的年金、企業年金は資産総額から未収・未払金を除く。

（出所）日本銀行「資金循環統計」および GPIF 資料を基にプレビデンティア・ストラテジー作成

③ 運用改革の達成期間は？

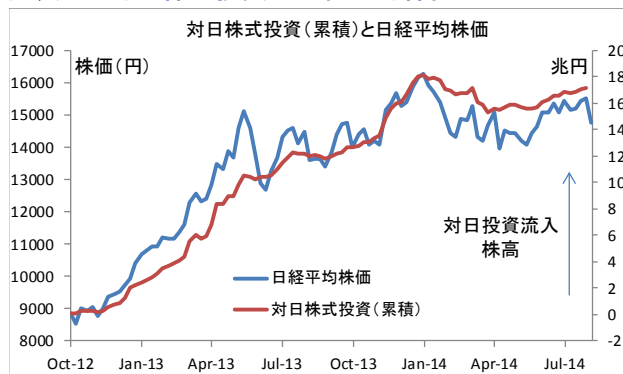
為替市場へのインパクトが大きい上述のケース②で 22 兆円の外国証券の購入となるが、これが 1 年間で達成されれば月額で 1.8 兆円と非常に大きく、対外投資に伴う外貨買いがスポット相場を大きく押し上げる可能性が高い。もっとも、この場合国内債券の 30 兆円売却も 1 年間で行わねばならず、国債利回りを押し上げるリスクが大きくなる。こうしたリスクは特に財務省は避けたいはずで、**大量の国内債券売却を伴う運用改革はできるだけ長期間、少なくとも 3-5 年の期間が設定される可能性が高いのではないか。**そうであれば、外国証券の購入ペースは 3 年かける場合で月額 6000 億円、5 年かける場合だと月額 3667 億円と目立たない額となる。

GPIF 運用改革のパラドックス：対日株式投資家の為替ヘッジ率低下リスク

GPIF の運用改革に対する海外投資家の注目度の高さは日本株式市場にとっては明らかに好材料で、上記でみたように GPIF に日本の年金基金全体が追随する可能性に加えて、海外投資家も日本株に対して強気になり対日株式投資が増加する可能性がある。

但し、こうした海外投資家の動きは、為替市場にとっては以前ほど外貨買い・円売り要因ではなくなっている可能性が高い。2012 年第 4 四半期以降のアベノミクス下では、異次元緩和を受けた円安が日本経済と株価を押し上げるとの期待の下、円安・株高と共に大量の対日株式投資が流入した。こうした**対日株式投資が円買い要因とならなかったのは、円安が株価を押し上げるという因果関係が明確だったことから、海外投資家は日本株購入により造成された円ロングポジションの為替評価損を避けるため、円売りを行って為替ヘッジ率を高めていた可能性が非常に高い。**他方、現状では、円安の輸出押し上げ・景気押し上げ効果があまり明確ではなく、かつドル/円相場と日経平均株価の連動性も以前ほど高くない状況下、円安ではなく需給改善期待を背景とした対日株式投資の増加であるため、以前よりも円売りヘッジの比率が低くなる可能性が高い。即ち、日本株買いがそのまま円買いに繋がりが易くなるとみられる。

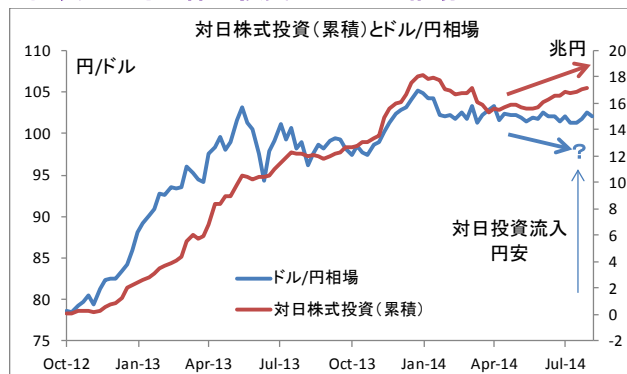
図表 3：対日株式投資と日経平均株価



(注) 対日株式投資は 2012 年 10 月以降の累積。

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表 4：対日株式投資とドル/円相場



ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいようお願い申し上げます。
当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。
当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	「円高に対する生命保険」(14年5月2日) 「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日) 「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日) 「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日) 「M&Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日) 「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日) 「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)
ドル	「USD：敗因と復活の条件」(14年6月28日) 「FOMC：相手選びは慎重に」(13年10月25日) 「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日) 「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)
ユーロ	「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日) 「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日) 「来年のユーロ：金融政策とブルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日) 「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)
ポンド	「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日) 「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日) 「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日) 「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日) 「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)
豪ドル	「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」(14年5月17日) 「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日) 「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)
NZドル	「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日) 「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日) 「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日) 「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)
加ドル	「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」(14年6月21日) 「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日) 「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)
フラン	「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)
主要通貨	「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日) 「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日) 「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)
新興国通貨	「BRL：働く通貨はキャリーだけ」(14年6月7日) 「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日) 「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日) 「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日) 「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日) 「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日) 「ZAR：負けなで」(14年1月10日)
テーマ	「米株価（S&P）とポンド（Sterling Pound）」(14年7月12日) 「伝統（的金融政策）に強い英国」(14年6月14日) 「マクロテーマ：Janet, what have you done for EM lately?」(14年5月31日) 「マクロテーマ：部分ローテーション」(14年5月23日) 「Crime(a) & Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日) 「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日) 「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利ヘシフト(13年11月29日) 「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日) 「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)