

シニア・ストラテジスト
山本 雅文

マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

GPIF: サス・ペンション

<要約>

ドル/円が昨年 10 月末に 110 円を超えて大きく上昇した要因には、日銀の追加緩和だけでなく同時に発表された本邦公的年金基金(GPIF)の想定以上の外貨資産購入姿勢があった。実際、GPIF は昨年 10-12 月期に日本株や外国証券の購入を大きく増やした。もともと、今年に入ってから昨年 10-12 月期と同ペースでポートフォリオ調整が行われたと仮定すると、現時点で GPIF は既に新基本ポートフォリオの比率を達成しており、追加的な外国証券の購入とそれに伴う円売りは非常に限定的となりそうだ。日銀の円安牽制や追加緩和消極姿勢と合わせ、円安圧力は着々と後退している。

円安の影の立役者、GPIF

ドル/円は昨年 10 月末、日銀が予想外の追加緩和を発表したことから 109 円台から 1 日で 112 円台へ上昇し、その後 12 月入りにかけて 120 円乗せへ続伸した。この際、米国の利上げ開始期待を受けたドル高地合いに加えて、同日に GPIF が対外投資を大幅に増やす運用改革を決定・発表し日銀との協調姿勢が演出されたことも円安化の重要な追加要因だった。新たな基本ポートフォリオでは外債が 15%、外株が 25%、合計 40%と、発表時点で公表されていた最新比率である昨年 6 月末時点の外債 11.1%、外株 16.0%、合計 27.0%から大幅な引上げとなり、事前の市場予想(30%程度)をも上回った。

実際、昨年 10-12 月期には外国証券の比率が 29.5%から 32.8%へ上昇し、金額にして 6.2 兆円増加していたことが明らかになっている(但し新規投資額だけでなく評価額の増加も含む)。GPIF の運用を事実上のベンチマークとして運用している企業年金も多いとされ、また国家公務員共済など準公的年金基金も GPIF と一体運用に向かうことから、追隨的な動きも期待されてきた。なお、外貨運用について GPIF では為替ヘッジを行わない方針であることから、外国資産への新規投資はそのまま為替市場での外貨買いに繋がることになる。

任務ほぼ完了、円安圧力は弱まる見込み

もともと、既にこれまでハイピッチで新基本ポートフォリオに向けて運用シフトが行われてきたことから、今後、外国証券への追加的な資金シフトに伴う外貨買い・円売り圧力は低下に向かうとみられる。GPIF の最新の運用状況は昨年 10-12 月期分までしか公表されていないため、今年 1-3 月期、4-6 月期も昨年 10-12 月期と同ペースで総資産額が増加し、各資産比率の変更幅も同じだったと仮定すると、外国証券比率は毎四半期に 3.2%ポイントずつ引き上げられることとなり、今年 6 月末には 39.3%と、新基本ポートの 40%をほぼ達成していることになる(次頁の表を参照)。

もちろん、基本ポートフォリオからの乖離も許容されており、外国証券の場合は最大 12%ポイント上振れすることができるほか、短期資産に滞留させている資金も数兆円あるとみられ外国証券を含む他資産への投資に回せる資金が存在するのも事実だ。もっとも、欧米の債券市場ではボラティリティが高まっており、米国株式市場では割高感が徐々に高まるなど、他の資産クラスを犠牲にしてまで積み増す長期的なメリットがあるかは不明だ。

更に、今年 2 月には GPIF 運用委員会の一部委員(清水委員)が、外国資産保有に関して、円高時の為替差損を回避するための為替ヘッジ取引の導入の必要性を指摘した。三谷 GPIF 理事長は 6 月 5 日、為替ヘッジ導入について拙速に答えを出す必要はないとしているが、今後円安が進まなくなると、こうした議論が活発化する可能性もあり、為替ヘッジに伴う外貨売り円買い、あるいは外国資産購入時に必要な外貨手当額の減少が意識され易くなりそうだ。その場合、GPIF の対外投資の円押し下げ力が弱まることから、為替市場で円安要因としては考慮されなくなってくる可能性が更に高まる。

(表) GPIFの運用状況(実績および当社試算)

新基本ポート(14年10月末決定)		14年9月末	14年末	15年3月末	15年6月末	必要調整幅
比率%	乖離許容幅	比率%	比率%	比率%	比率%	
国内債券	35.0 ±10%	49.6	43.1	36.7	30.2	+4.8
国内株式	25.0 ±9%	18.2	19.8	21.4	22.9	+2.1
外国債券	15.0 ±4%	12.1	13.1	14.1	15.1	-0.1
外国株式	25.0 ±8%	17.4	19.6	21.9	24.1	+0.9
短期資産	0.0	2.6	4.3	6.0	7.6	-7.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
外国証券計	40.0 ±12%	29.5	32.8	36.0	39.3	+0.7
額(兆円) 乖離許容幅		兆円	兆円	兆円	兆円	必要調整幅
国内債券	52.6 ±5.3兆	64.9	59.1	52.6	45.3	+7.2
国内株式	37.6 ±3.4兆	23.9	27.1	30.7	34.5	+3.1
外国債券	22.5 ±0.9兆	15.9	18.0	20.3	22.8	-0.2
外国株式	37.6 ±3.0兆	22.8	26.9	31.4	36.2	+1.3
短期資産	0.0	3.4	5.9	8.6	11.0	-11.0
合計	150.2 (15年6月)	130.9	137.0	143.5	150.2	+0.0
外国証券計	60.1 ±3.9兆	38.7	44.9	51.7	59.0	+1.1

(注) 15年3、6月末分は、14年10-12月期の比率変化が続くと仮定し、金額を逆算。

(出所) GPIF資料を基にマネックス証券試算。

円相場へのインプリケーション

こうした GPIF の外国資産購入余力の縮小は、ドル/円相場が一時 125 円を超えた直後に黒田総裁が事実上の円安牽制発言を行ったのと同時期に起きており、かつ日銀が 16 年度前半にインフレ目標 2% を達成できるという自信を維持する中で年内の追加緩和の可能性が低くなっているのとも重なる。日銀の大規模金融緩和と GPIF の対外投資増加は、昨年 10 月末以降の強力な円売り要因であり、これらがなくなるようだと、円安圧力は大きく後退する。ドル/円の場合、米景気の回復と米利上げという米ドル高要因が健在で、125 円超へのドルじり高シナリオの実現可能性は残るものの大きく低下している。

利益相反に関する開示事項

マネックス証券株式会社は、契約に基づき、オリジナルレポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はマネックス証券が独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。レポート執筆者、並びにマネックス証券と本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

- ・当社は、本レポートの内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。
- ・記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。
- ・過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。
- ・提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。
- ・当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。
- ・投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。
- ・本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会