

PRAEVIDENTIA WEEKLY (4月5日)

円：GPIFの失望リスク

<要約>

運用資産 129 兆円で世界最大の年金基金である GPIF による債券から株式への運用シフトに関する議論が高まっており、為替市場でも外国資産投資の増加期待から円安要因として期待されている。もっとも、基金全体の資金規模が増えない中では、円を大きく押し下げる効果を出すには、大規模な日本国債売却を短期間に行う必要がある。この場合、日銀の資産購入の倍増とパッケージで行われれば何とかなるかもしれないが、財務省からの反対も強まるはずだ。このため、将来的に国内債券比率を大きく引下げるにしても長期間をかけることになり、外国証券や株式の購入に使われる資金はすぐに大規模に増加しないだろう。夏場にかけて、徐々に市場参加者、特に海外勢の失望につながり円買戻しリスクが高まるだろう。

GPIF の口先介入

昨年来、国債偏重の GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の資産運用をより株式などリスクの高い資産にシフトして運用リターンを高めようという議論が高まっており、外貨資産の購入も増加するのでは、という期待が為替市場でも特に海外勢の間で非常に強く、円安要因の一つとなってきた。とりわけ、昨年 11 月に伊藤隆俊東大大学院教授を座長とする内閣府の有識者会議でそうした方針が明確に示され、伊藤座長が私案として「内外株式比率を（現在の 32%程度から）50%へ引き上げるのが望ましい」と述べ、現在 15%程度の外国株式比率が将来的に 25%へ 10%ポイント程度も比率が引き上げられる期待が高まったことが、市場の円安期待を強めた。4 月 1 日発表の今年度の基本ポートフォリオは据置きだったが、乖離許容幅を弾力的に運用する、とされ、外国債券比率は 11%から最大 16%かそれ以上へ、外国株式比率も 12%から最大 17%かそれ以上へ引き上げられるとの期待が高まっている。昨年末時点の比率は各々10.6%、15.2%であったことから、各々 5%ポイント、2%ポイントの引上げ余地があることになる（図表 1 を参照）。

図表 1：GPIF の運用資産のシミュレーション

14年度基本ポート			13年末	限界まで債券引下げ		伊藤座長私案①		伊藤座長私案②	
比率% 乖離許容幅			比率%	比率%	13 年末比	比率% 13 年末比		比率%	13 年末比
国内債券	60	±8%	55.2	52.0	-3.2	国内債券	32 -23.2	20	-35.2
外国債券	11	±5%	10.6	11.8	+1.2	外国債券	8 -2.6	20	+9.4
国内株式	12	±6%	17.2	18.0	+0.8	国内株式	25 +7.8	25	+7.8
外国株式	12	±5%	15.2	16.4	+1.2	外国株式	25 +9.8	25	+9.8
短期資産	5		1.8	1.8	+0.0	代替投資	10	10	
合計	100		100.0			合計	100	100	
外国証券計	23		25.8	28.2	+2.4	外国証券計	33.0 +7.2	45.0	+19.2
			兆円	兆円	変化額	兆円 変化額		兆円	変化額
国内債券			71.0	66.9	-4.1	国内債券	41.1 -29.9	25.7	-45.3
外国債券			13.6	15.2	+1.6	外国債券	10.3 -3.3	25.7	+12.1
国内株式			22.1	23.1	+1.0	国内株式	32.1 +10.0	32.1	+10.0
外国株式			19.5	21.1	+1.6	外国株式	32.1 +12.6	32.1	+12.6
短期資産			2.3	2.3	+0.0	代替投資	12.9	12.9	
合計			128.6	128.6		合計	128.6	128.6	
外国証券計			33.2	36.3	+3.1	外国証券計	42.4 +9.3	57.9	+24.7

（注）「限界まで債券引下げ」ケースでは、国内債券比率を 52%へ、国内株式比率を 18%へ引上げた場合を想定。伊藤座長案については、内外債券比率が 35-40%、内外株式比率が 50%、代替資産比率が 10%が望ましいと述べたのを基に、①では国内債券比率をあまり落とさないかたちに、②では株式と同様に内外比率を同一として試算した。

（出所）GPIF 資料および各種メディア報道よりプレビデンティア・ストラテジー作成

GPIF の外国証券積み増し余地は案外小さい

もっとも、少子高齢化を背景に年金財政は基本的に支払い超で、毎年数兆円の積立金取り崩しが行われている。年金基金全体の規模が増加しない、ということを前提とすると、株式や外国資産を購入する資金原資は基本的に現在保有している国債をどの程度売却するかに依存しており、短期的には大規模な売却は期待できないだろう。更に、国債を売却した資金はまず国内株式の購入に優先的に使われる可能性が高く、外国証券の購入にどれだけ充てられるかは非常に不透明だ。

今年度についてみると（図表 1 の「限界まで債券引下げ」ケース）、4 月 1 日に発表された方針が維持されるとすると、公表されている直近時点（昨年末）の資産額内訳では国内債券比率が 55.2%であり、基本ポートからの最大乖離許容幅である 52%へ引き下げるとすると、4.1 兆円分の資金が捻出できる。これをまず国内株式に充てて国内株式比率を限界である 18%へ引き上げると、残る資金は 3.1 兆円程度となり、月間にすると 2,600 億円程度にしかならない。しかも、国内債券比率は既に今年 3 月末時点で 52%程度へ引き下げられている可能性もあり、今年度の引下げ余地は殆どないかもしれない。その場合、国内株式や外国証券購入に充てる資金は殆どない、ということになる。このため、今年度中に国内債券比率を更に下げ、国内株式や外国証券の購入を明確に増やすには、今年度の基本方針が変更される必要があるだろう。

円押下げには大規模な国債売却が必要だが、市場的、政治的にフィジブルか？

昨年 11 月の有識者会議では、国債中心の運用を改め、各種リスク資産（REIT、不動産、プライベートエクイティ、インフラ、商品など）への投資を検討すべきという提言が行われたが、どの程度ポートフォリオ比率を変更すべきという具体案は出されていなかった。但し、伊藤座長が私案として、内外債券の比率は 35-40%、内外株式の比率は 50%程度、代替資産投資は 10%程度が妥当、と述べた。当然、伊藤座長がこうした意見を述べることを承知で政府は座長に選んだはずで、具体的数値が伊藤座長の述べた水準に落ち着くかはともかく、政府が考えている方向性を示しているといえよう。

恐らく伊藤座長私案、特に内外債券比率を昨年末時点の 65.8%から 40%へ引下げるという案は最もラディカルな部類とみられるため、これを基に試算してみると（図表 1 の伊藤座長私案①および②）、国内債券を 32%、外国債券を 8%とする穏健なケースでも（私案①）、国内債券を 29.9 兆円、外国債券を 3.3 兆円売却することになり、外国証券合計では株式を中心に 9.3 兆円の購入が可能となる計算だ。但し、国債 30 兆円売却というのは新規国債発行額が今年度 41.3 兆円であるのと比較しても大規模で、数年間かけて達成されることになるだろう。例えば 3 年とすると、外国証券購入は年間 3.1 兆円、月間にして 2,600 億円と迫力のない規模になる。

国内債券比率を 20%へ落とす最も極端な案（私案②）の場合、国内債券の売却が 45.3 兆円に上る一方、外国証券の購入額は 24.7 兆円となる。同様に 3 年でこれを達成する場合、外国証券購入額は年間 8.2 兆円、月間だと 6,860 億円と、3 年間毎月出る規模としては大きく、円相場の押下げインパクトがあるだろう。とはいえ、45.3 兆円の国内債券売却を 3 年間で行うというのはやはり市場的にも政治的にも困難とみられ、その間に日銀がインフレ目標 2%を達成し、債券購入を縮小するようなことがあるとなおさら国債利回りの急上昇に繋がりがかねないとの配慮が働くはずで、日銀は異次元緩和の出口政策どころか、追加緩和を求められることになるだろう。このため、結局、より小規模の国内債券売却か、より長期間での達成を目指すことになり、外国証券購入額もやはりインパクトの小さい規模に収まろう。

今後、GPIF の運用方針変更の可能性が出てくるタイミングとしては、4 月下旬の運用委員の交代あるいは、厚労省による公的年金の財政検証結果が 6 月頃に出た後になるとみられる。この際に、当社が前提としているように年金基金の規模が増えない中で、国内債券売却の規模が小幅なものに留まったり、大規模でも達成までの期間が 3-5 年かそれ以上の長期となる場合には（その可能性が高いとみられるが）、外国証券購入の月間規模も小規模に留まり、円相場へのインパクトは限定的となり、市場の失望を呼ぶことになるだろう。6 月以降の夏場は、丁度ドル/円が季節的に下落し易い時期とも重なる。

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ます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おります。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