

PRAEVIDENTIA WEEKLY (12 月 21 日)

GPIF : 円売りの先導役はいつまで？

<要約>

10 月末に発表された GPIF の外国証券投資大幅増は、日銀のサプライズ緩和と並んで、政府・日銀の一丸となった円安政策の重要な一翼を担ったが、既に発表前である今年 7-9 月期に外国証券投資が大幅に増加していたことが分かっており、今後も需給面での円安圧力として市場で強く意識されそう。但し、今後、円安が更に進行し、弊害がより強く意識されてくると、円安圧力軽減策として、日銀の金融政策の調整や円買い介入より先に、GPIF の外貨投資スタンスの微調整が行われるリスクがある点には注意する必要がある。

はじめに言葉ありき、というより、はじめに行動ありき？

今年 10 月末、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は日銀のサプライズ追加緩和と同じ日に、運用改革を決定・発表した。国内株式比率の 12%（基本ポートフォリオ。6 月末時点は 17.3%）から 25%への引下げは概ね事前の想定通りだったものの、国内債券比率の 60%（基本ポートフォリオ。6 月末時点は 53.4%）から 35%への引下げに対応した外国証券投資比率の 23%（基本ポートフォリオ。6 月末時点は 27.0%）から 40%への引上げは、従来は 30%程度とみる向きが多かっただけに大きなサプライズとなった。これにより、外国証券投資額の 6 月末時点対比での今後の増加額は 3.8 兆円程度から一気に 16.2 兆円程度へ増加することになった（図表 1、および 11 月 2 日付当社週次レポート「JPY : パーフェクトストーム」を参照）。

ところが、11 月 25 日発表の 7-9 月期 GPIF 運用状況によれば、10 月末の発表前である 9 月末時点で既に、外国債券が 1.8 兆円増、外国株式が 2.4 兆円増加し、合計で 4.3 兆円増加、外国株式比率は 17.4%と現行の基本ポートフォリオの乖離許容幅（12%±5%）を超過していたことが判明している。また 12 月 18 日発表の日銀資金循環統計でも、GPIF を含む「公的年金」の対外投資残高がほぼ同額の 4.2 兆円増加していたことが分かっている（図表 1、2）。即ち、運用方針変更を発表する前に既に先取りして投資しリターンを高めるといふ、影響力のある投資家のアドバンテージを上手く利用していた訳だ。外国証券投資比率が 7-9 月期と同ペース（2.5%ポイント増あるいは 4 兆円増）で今後も増加していくと仮定すると、4 四半期後に基本ポートの比率である 40%に達する計算となる。こうした動きは、GPIF の今後の運用比率シフトがゆっくりとしたペースではなく、かなり早めに行われそうだという期待に繋がり、円安期待を強める要因となりそう。

図表 1 : GPIF の運用状況

	14年度基本ポート		14年6月末	14年9月末	新基本ポート(10月末決定)			
	比率%	乖離許容幅			比率%	乖離許容幅	6月末比	9月末比
国内債券	60.0	±8%	53.4	49.6	国内債券	35.0 ±10%	-18.4	-14.6
国内株式	12.0	±6%	17.3	18.2	国内株式	25.0 ±9%	+7.7	+6.8
外国債券	11.0	±5%	11.1	12.1	外国債券	15.0 ±4%	+3.9	+2.9
外国株式	12.0	±5%	16.0	17.4	外国株式	25.0 ±8%	+9.0	+7.6
短期資産	5.0		2.3	2.6	短期資産	0.0	-2.3	-2.6
合計	100.0		100.0	100.0	合計	100.0		
外国証券計	23.0		27.0	29.5	外国証券計	40.0 ±12%	+13.0	+10.5
			兆円	兆円		兆円	6月末比	9月末比
国内債券			67.9	64.9	国内債券	44.3	-23.6	-20.6
国内株式			22.0	23.9	国内株式	31.6	+9.7	+7.8
外国債券			14.1	15.9	外国債券	19.0	+4.9	+3.1
外国株式			20.3	22.8	外国株式	31.6	+11.3	+8.9
短期資産			3.0	3.4	代替投資	0.0	-3.0	-3.4
合計			127.3	130.9	合計	126.6	-0.7	-4.3
外国証券計			34.4	38.7	外国証券計	50.6	+16.2	+12.0

（出所）GPIF 資料よりプレビデンティア・ストラテジー作成

待った！がかかるリスク

今後も GPIF は 7-9 月期と同ペースの円売りを本当に続けるだろうか？図表 2 で示されている通り、残高の四半期毎数の変化は大きく、過去のパターンからすると再び鈍化する可能性はあるが、十年単位の公的年金支払いのための長期的な運用シフトとして決定されたばかりであるため、基本的には淡々と基本ポートフォリオに向けて運用シフトが続けられるはずだ。もっとも、**今後も米国の利上げ、日銀の追加緩和そして GPIF および GPIF をベンチマークとして運用している私的年金基金等による円売りにより円安が更に進行すると、既に高まりつつある円安懸念が本邦国内で更に強まる可能性がある。**

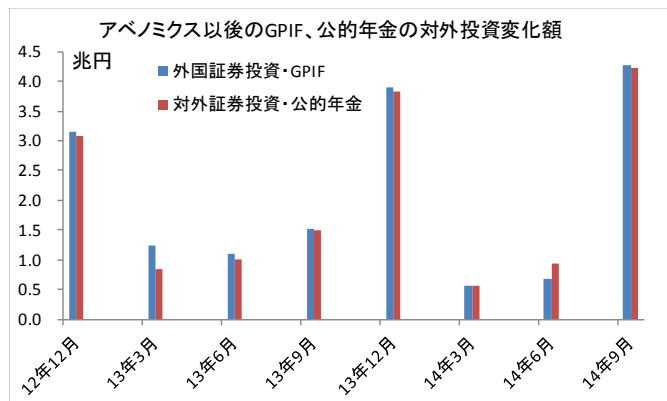
その場合、本邦政府・日銀はどういった政策対応を取ろうとするだろうか？結論としては、**金融緩和政策の方向転換は不可能な中で円安牽制の口先介入や円買い実弾介入は効果が限定的であるため、GPIF の外国資産投資増加ペースの調整という選択肢が選ばれる可能性が高いのではないだろうか。**

円安阻止に最も効果的なのは日銀の金融緩和（資産購入を通じたマネタリーベース拡大）の停止あるいは縮小だが、2%のインフレ率目標達成まで道半ばの状況（直近のコア CPI 前年比は消費増税の影響を除くベースで +0.9%）ではあり得ない選択肢だ。次善の策として、財務省高官（財務大臣、財務官、国際局長ら）による円安牽制の口先介入および円買い実弾介入があり得るが、円安をもたらし強力な金融緩和と正反対で不整合な円買い介入は市場からは効果が限定的と見られがちで効果が減殺される。また、自国通貨を無制限に発行することで究極的には無制限に行える自国通貨売り介入と違い、自国通貨買い介入は外貨準備額の規模に制限される。日本は約 150 兆円と GPIF の運用資産額よりも大規模な外準を保有しているが、ひとたび巨額の円買い介入を開始すれば、あと何日介入が可能か、カウントダウンが始まることになり、逆に外準枯渇まで投機筋に円が売り浴びせられるリスクが高まり逆効果だ。

結果として、円安要因の一つである GPIF の円売りを弱めるという選択肢が取られる可能性が高そうに見える。GPIF は 9 月末現在で 29.5%の外国資産投資比率を、今後基本ポートフォリオの 40%へ引き上げていく方針とみられるが、基本ポートフォリオには乖離許容幅が設けられており、外国資産は 40%±12%、すなわち 28~52%の間で調整できることとなっている（図表 1）。即ち、**円安の弊害が目立つようになってきた場合、現在の外国資産投資比率を増やさない、あるいはもし円安・外貨高で資産評価額が増加してしまう場合に比率を高めないよう外国証券を売却するというオペレーション（リバランス）を行う可能性もある。**

日銀のインフレ目標政策フレームワークが微修正される可能性もある。2013 年 4 月に開始された、2 年間で 2%のインフレ目標達成につき、期間を 2 年から 3~5 年へ長期化したり、より長い期間を示す「中期」的に達成する、とするなどして、緩和姿勢を若干緩め円安効果を弱めようとする可能性がある。あるいは、足許のコアインフレ率上昇鈍化の最大の要因とみられる原油安の影響を除くため、エネルギー価格等を除いたコアコアインフレ率に目標を変更し、追加緩和の必要性を弱め円安期待を弱めようとすることも考えられる。GPIF の運用シフトにせよ、金融政策や為替政策の微修正にせよ、円安のスピード調整という当局の意図とは裏腹に、円相場の急激な反騰をもたらし劇薬となるリスクもあり、今後の政策調整は非常に困難なものとなりそうだ。

図表 2：アベノミクス以後の GPIF/公的年金の対外投資変化額



（注）いずれも四半期末残高の変化額で、評価額の変化も含む。

（出所）GPIF、日銀資金循環統計よりプレビデンティア・ストラテジー作成

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧（14年分）
円	「JPY：限界を試す」（14年11月9日） 「JPY：パーフェクトストーム」（14年11月2日） 「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」（14年9月21日） 「円安牽制：敵は己の内にあり？」（14年9月13日） 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」（14年9月8日） 「円：GPIFパラドックス」（14年8月10日） 「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）
ドル	「USD：FedのBoE化リスク」（14年9月27日） 「USD：敗因と復活の条件」（14年6月28日）
ユーロ	「EUR：他力本願から脱せるか」（14年10月26日） 「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）
ポンド	「GBP：パラノからスキゾへ」（14年8月23日） 「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）
豪ドル	「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」（14年10月11日） 「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（コアラ）？」（14年5月17日）
NZドル	「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」（14年10月11日） 「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）
加ドル	「Loony Loonie - 狂ったカナダドル？」（14年6月21日）
フラン	「フラン高と不動産バブル」（14年3月22日）
スウェーデンクローナ	「SEK：リクスバンク・リスク」（14年12月6日）
主要通貨	「来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負」（14年11月24日） 「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」（14年8月16日） 「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）
新興国通貨	「新興国通貨：救世主降臨」（14年11月16日） 「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」（14年10月4日） 「BRL：働く通貨はキャリアだぜ」（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：負けないで」（14年1月10日）
テーマ	「原油と為替：バレルに順バレルのは？」（14年11月29日） 「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」（14年10月18日） 「「リスクオフ」の解体新書」（14年8月31日） 「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）

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せようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思わ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