

みずほマーケット・トピック(2014年11月26日)

GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて

9月末時点の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の運用状況が公表された。為替相場からは外国債券及び外国株式の買い増し余力が気に掛かるところだが、新たなターゲットから逆算した場合、外国債券であと3%ポイント弱、外国株式で8%ポイント弱の積み増し余地があり、これは金額にして約14兆円となる。14兆円と言えば、日本の暦年の第一次所得収支(旧名:所得収支)の黒字額とほぼ一致する規模であり、史上最大の円売り介入が行われた2011年暦年の介入額にも匹敵する。少なくとも、円相場の需給を議論する上で「第一次所得収支も含めれば経常収支は辛うじて黒字」という分析はあまり参考にならない。ターゲットからの最大乖離を容認し、さらに主要3共済の一元化まで踏まえれば、年金系の円売り余力は相当に大きい。本欄で参考にする基礎的需給バランスにおいても信託勘定経由のフローが円売り傾斜を強めている。

～GPIFの買い増し・売り増し余力～

GPIFのポートフォリオ変更、比率と金額のイメージ

<金額単位:10億円>	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
【変更前】ターゲット(①)	60%	12%	11%	12%	5%
【変更後】ターゲット(②)	35%	25%	15%	25%	0%
変更割合(%ポイント、②-①)	-25%	13%	4%	13%	-5%
変更金額	-32,721	17,015	5,235	17,015	-6,544
【現状】14年9月末時点	49.61%	18.23%	12.14%	17.14%	2.62%
ターゲットまでに必要な調整(%ポイント)	-14.61%	6.77%	2.86%	7.86%	-2.62%
ターゲットまでに必要な調整(金額)	-19,122	8,861	3,743	10,288	-3,429
【参考】最大乖離幅まで許容した場合(金額、注)	-32,211	20,641	8,979	20,758	-

(資料) GPIF、14年9月末の総資産「130兆8,846億円」を前提としている。なお、【現状】の構成比率は四捨五入のため厳密には100%とならず。
(注) 国内債券は最も低い「25%」、国内株式・外国債券・外国株式は最も高い「34%」「19%」「33%」を想定した場合に、14年9月末からの程度の買い増し・売り増しが可能かを試算したもの。もちろん、最大乖離は同時には実現しないのであくまで参考。

昨日は年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)から2014年7～9月期時点の運用状況が公表されている(表)。運用資産に占める国内債の割合が9月末に初めて50%を下回ったことが話題になっているように、宣言通りのポートフォリオ変更が着々と進んでいる様子が示されている。具体的に見ていくと、6月末時点と比べて総資産額は約127.2兆円から約130.9兆円と膨らんでいる。このうち、国内債は約64.9兆円で、構成割合は49.61%と過去初めて50%を割り込んだ。片や、国内株は過去最高の約23.9兆円となっており、構成割合は18.23%まで上昇している(これは2006年3月末以来の高水準となる)。また、為替相場の観点からは外国債券や外国株式の動きも注目されるところだが、それぞれ約15.9兆円、約22.8兆円へと増えており、構成割合は12.14%、17.14%と顕著に高まっている。

なお、相場を見通すにあたっては今後の売買余地、特に、円相場にとっては外国債券及び外国

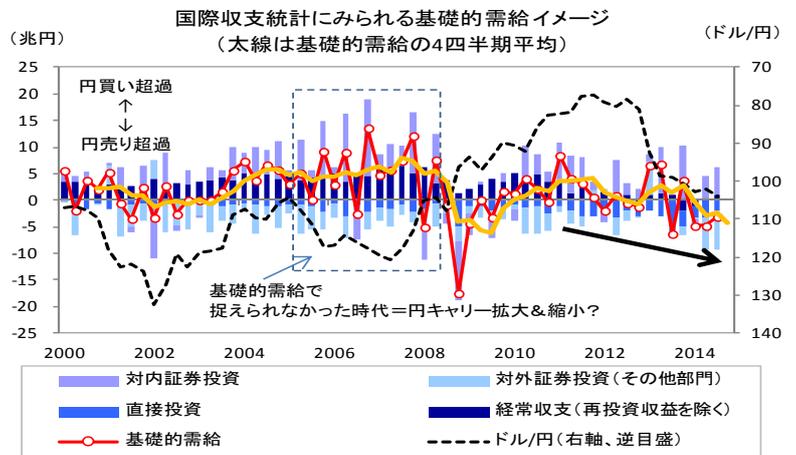
株式の買い増し余力が気に掛かるところである。これを見ていくと、今年 9 月末時点においても外国債券であと 3%ポイント弱、外国株式で 8%ポイント弱の積み増し余地が残されている。これは金額にして約 14 兆円である。14 兆円と言えば、日本の暦年の第一次所得収支(旧名:所得収支)の黒字額とほぼ一致する規模である(また、史上最大の円売り介入が行われた 2011 年暦年の介入合計が約 14.3 兆円である)。少なくとも、円相場の需給を議論する上で「第一次所得収支も含めれば経常収支は辛うじて黒字」という分析はあまり参考にならないことが分かるだろう。GPIF が基本ポートフォリオへの調整を行うだけで第一次所得収支黒字を飲み込む程度の円売り余力が備わっているということになるが、前頁表に【参考】として付したように、ターゲットからの最大乖離¹を許容するのであれば、外国債券で 19%、外国株式で 33%まで構成割合を高めることが可能になる。ここまで想定した場合、金額換算にして 29 兆円の円売り余力があるということになる。

～GPIF と基礎的需給バランス～

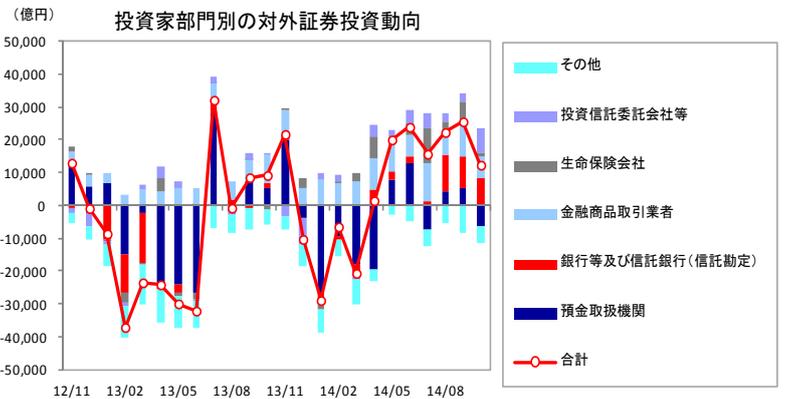
なお、これらの規模感は来年 10 月以降に運用一元化される予定の主要 3 共済(国家公務員共済組合連合会(KKR)、地方公務員共済組合連合会、日本私立学校振興・共済事業団)の運用資産約 30 兆円が付加されることでさらに膨らむことになる。斯かる状況を考慮すれば、今後、FRB の政策正常化が躓くことで金利面からドル/円相場が押し目を迎えることはありそうだが、需給面での押し目はかなり希少なものになっていきそうである。

本欄で多用している基礎的需給バランス²(右図・上)は今年度に入ってから顕著に円売りに傾斜しているが、図示されるように、この背景には明らかに対外証券投資が効いている(その他部門としているのはヘッジ付きと推測される預金取扱金融機関と政府部門のフローを除去したということ)。

ここで、財務省『対外及び対内証券売買契約等の状況(指定報告機関ベース)』から投資家部門別のフローを見ると、年度当初から見られる生命保険会社に加えて、8 月以降は銀行等及び信託銀行(信託勘定)も顕著に買い越しを行っていることが分かる(信託勘定は 8



(資料) 日本銀行、INDB



(資料) INDB

¹ 新たな運用方針に従えば、国内債券で「±10%ポイント」、国内株式で「±9%ポイント」、外国債券で「±4%ポイント」、外国株式で「±8%ポイント」の乖離が許容されている。

² 国際収支統計の内、経常収支、直接投資、預金取扱金融機関・政府部門以外の対外証券投資、対内証券投資を合計したものから、外貨のまま海外に残る再投資収益を控除した計数であり、要するに為替に影響を持ちそうな項目だけ積み上げ、需給のイメージを表現している。円安バブルと呼ばれ、円キャリー取引を筆頭とする投機的取引が隆盛を極めていた 2005～07 年を除けば基礎的需給の方向感は概ね、ドル/円相場の方向感と合致してきた

月以降、平均月 1 兆円の買い越しを 3 か月連続で行っている)。巷で指摘されるように、後者の信託勘定が GPIF のポートフォリオ変更を受けた公的年金系のフローを反映している可能性は高く、今後は同項目の動きが、日本全体の基礎的需給バランスをどの程度歪めてくるか(円売りに傾斜させてくるか)に注目したい。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、确实性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuho.com/jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経路別に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO))について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩み実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レパトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」に驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イェレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～量み掛けるような口先介入は焦りの表れ?～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型TLTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを込めかいつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)