

みずほマーケット・トピック(2015 年 7 月 15 日)

GPIF 運用状況(15 年 3 月末)から試算する円売り余力

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の今年 3 月末時点の運用状況が公表されている。3 月末時点の各資産のシェアと公的年金改革によって提示された新たなターゲットシェアの乖離から円売り余地を試算すると外国債券に関し約 3.3 兆円、外国株式に関し約 5.7 兆円となり、合計約 9.0 兆円というイメージ。当初、約 22 兆円と言われていた円売り余力の 6 割を消化した状態だが、ターゲットシェアへの着地を前提とすれば、依然積み上げ余地はある。しかし、本邦政府の通貨政策として円安が必ずしも歓迎されないというムードが強まる状況にあって、ターゲットシェアの下限を意識した運営が志向される可能性も。とすれば、外国債券、外国株式共に下限シェアを突破しており、「これ以上の円売りは出ない」という含意も有り得る。こうした状況を踏まえれば、注目は GPIF に追随するその他年金基金、代表的には主要三共済のリバランス動向へ移ることになる。

～低下する 9 月利上げの確度～

昨日の為替相場はドル相場が下落する展開。米 6 月小売売上高が市場予想を下回ったことで、米 9 月利上げの確度が落ちたとの指摘が見られている。元より 9 月利上げは筋論からいけばハードルが高くなっている。6 月 FOMC でギリシャ及び中国に関するリスクが経済見通しのリスクと挙げられていた以上(議事要旨参照)、7 月以降の両要因の状況を踏まえれば、何らかの経路を辿って米金融政策の運営に影響は想定される。9 月利上げを念頭に置けば、今月 29～30 日の FOMC で相応のタカ派色を示す必要性がありそうだが、現状に照らせば、その難易度は高そうに見える。

～GPIF、3 月末時点の運用状況～

ところで、先週 10 日には年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の 2015 年 3 月末時点の運用状況が公表されている。

GPIFの運用パフォーマンス状況

	第1四半期	第2四半期	第3四半期	第4四半期	年度
国内債券	0.72%	0.53%	1.88%	-0.38%	2.76%
国内株式	5.11%	5.78%	6.20%	10.51%	30.48%
外国債券	0.55%	5.51%	9.36%	-2.86%	12.70%
外国株式	3.06%	5.64%	10.32%	1.81%	22.27%
財投債	0.40%	0.40%	0.41%	0.42%	1.63%

(資料) GPIF

2014 年度を通した運用益は 15 兆 2922 億円となり、収益率にして+12.27%を記録した。資産別に見れば、国内債券を除く全ての資産で二桁の収益率を維持しており、特に国内株式は+30.48%と目を見張る上昇となっている。また、円安の追い風もあって、外国債券は+12.70%、外国株式は+22.27%とこちらも大きな伸び幅を確保している(表)。

直近 1～3 月期の株、為替、金利の動向を振り返ってみれば、1 月及び 3 月の水準を比較した場合、日経平均株価は 17325.68 円から 19778.60 円へ上昇、ドル/円相場は 119.85 円から 122.04

円で小幅上昇、本邦 10 年金利は 0.329% から 0.405% へと上昇した。また、海外では NY ダウ平均株価が 17823.07 ドルから 17776.12 ドルへ小幅反落し、米国 10 年金利が 2.4969% から 2.1712% へと低下している。こうした相場動向を受けた 1～3 月期における各資産の収益率をみると国内株式が +10.51% と圧倒的に加速していることを除けば、国内債券と外国債券がマイナス(各々 ▲0.38%、▲2.86%)となっており、外国株式も +1.81% と 2014 年度の 4 四半期の中では最も低い伸び幅に止まった。こうして見ると日本株の加速には異様なものを感じるが、世界的に運用対象が枯渇化する中であって、安倍政権の強いリフレ志向が未だ国内外の投資家にとって魅力的なものになっているということなのかもしれない。

～焦点は GPIF 以外のリバランスへ移るか？～

本欄では為替相場見通しの作成上、GPIF ポートフォリオにおける外国債券及び外国株式のシェア変化並びにそこから推定される「円売り余地」に着目してきた。

3 月末時点の各資産のシェアと公的年金改革によって提示された新たなターゲットシェアの乖離から円売り余地を試算すると外国債券に関し約 3.3 兆円、外国株式に関し約 5.7 兆円となり、合計約 9.0 兆円というイメージになる。2014 年 12 月末時点で約 9.4 兆円だったことを踏まえれば、大きな変化はない。上述したように、当該期間に関し、外貨建て資産は円安がさほど進まなかった一方で、外国債券は僅かな金利低下(価格は上昇)、外国株式に関しては小幅反落といった相場動向であり、ポートフォリオ上、外貨建て資産のシェアがさほど伸びていないことは肌感覚に合う(外国債券は 13.14% → 12.63%、外国株式は 19.64% → 20.89%)。また、国内株式が 19.80% → 22.00% と大きくシェアを伸ばしたことも相対的に外貨建て資産のシェアを押し下げる一因となった(表)。

当初、約 22 兆円と言われていた円売り余力の 6 割を消化した状態だが、ターゲットシェアへの着地を前提とすれば、依然積み上げ余地はある。しかし、本邦政府の通貨政策として円安が必ずしも歓迎されないというムードが強まる中、ターゲットシェアの下限を意識したポートフォリオ運営が志向される可能性もある。とすれば、外国債券、外国株式共に下限シェア(各々 11%、17%)を突破しており、「これ以上の円売りは出ない」という含意も有り得る。こうした状況を踏まえれば、注目は GPIF に追随するその他年金基金、代表的には今年 10 月から GPIF との運用一元化を表明している主要

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 (±10%)	国内株式 (±9%)	外国債券 (±4%)	外国株式 (±8%)	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】15年3月末時点	39.39%	22.00%	12.63%	20.89%	5.08%
ターゲットまでに必要な調整(%ポイント)	-4.39%	3.00%	2.37%	4.11%	-5.08%
ターゲットまでに必要な調整(金額)	-6,035	4,124	3,258	5,650	-6,984
【参考】最大乖離幅まで許容した場合(金額、注)	-18,834	15,706	8,337	15,850	-

(資料)「変更金額」は14年9月末、ターゲットまでの調整額は15年3月末の総資産が前提。なお、【現状】の構成比率は四捨五入のため合計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、

15年3月末からどのくらい買い増し・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。

三共済¹のリバランス動向へ移ることになる。引き続き、投資家部門別の対外証券投資における銀行等及び信託銀行(信託勘定)の買い越し動向などを注視していくことが重要になろう。

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、確実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。

¹ 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

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本場にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退:その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ボラティリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三極の思惑～
2015年5月29日	週末版
2015年5月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年4月分)
2015年5月27日	「7年10か月ぶりの円安・ドル高」を受けて
2015年5月26日	ドル/円上昇をもたらした2つの要因～従前の想定は変わらず～
2015年5月25日	ECB理事会議事要旨(4月15～16日開催分)について
2015年5月22日	週末版(ユーロ圏に戻るリアルマネー～証券投資動向から占うユーロ相場～)
2015年5月21日	クーレ発言の真意とQEの実施状況について
2015年5月20日	本邦1～3月期GDPについて～消費&在庫が下支え～
2015年5月19日	足許のギリシャ情勢について～6月返済も危ういか～
2015年5月18日	ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退～
2015年5月15日	当面のギリシャ情勢の整理～何度目かの佳境～
2015年5月14日	ユーロ圏1～3月期GDP(一次推計値)について
2015年5月13日	本邦3月国際収支統計と円相場見通しについて
2015年5月12日	本邦の雇用・賃金情勢について～完全雇用到達後の世界～
2015年5月11日	英国総選挙と今後についての論点整理
2015年5月8日	QQEの効果検証～「金利への回帰」の布石か～
2015年5月7日	欧州委員会春季経済予測について
2015年5月1日	週末版(日銀政策決定会合を終えて～勝負の秋～)
2015年4月30日	米1～3 月期GDP 及びFOMC について
2015年4月28日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？
2015年4月27日	最近のギリシャ情勢に関する整理
2015年4月24日	週末版(日銀政策決定会合プレビューその②～参院財政金融委員会での総裁発言を受けて～)
2015年4月23日	日銀政策決定会合プレビュー
2015年4月22日	本邦3 月貿易統計～黒字転化をどう評価するか～
2015年4月20日	重要な論点は「いつやるか」から「何回できるか」
2015年4月17日	週末版(ECB、PSPF の残高状況に関して～「12%」から何を読み取るか？～)
2015年4月16日	ECB 理事会を終えて～与信改善を強調～
2015年4月15日	通貨政策の変遷と日銀～浜田参与発言を受けて～
2015年4月14日	ECB 理事会プレビュー～早くも聞こえ始めたtapering～
2015年4月13日	米為替政策報告書について～ドル高容認の継続？～
2015年4月10日	週末版
2015年4月7日	量的・質的金融緩和(QQE)導入から2年を受けて
2015年4月6日	米3 月雇用統計～6 月利上げの芽は潰えたか～
2015年4月3日	週末版(ECB理事会議事要旨(3月5日開催分)～“prudent optimism(節度ある楽観)”の先行きは～)
2015年4月2日	日銀短観3 月調査～「需要不足」から「供給不足」へ～
2015年4月1日	外貨準備構成通貨の内訳(14年12月末時点)
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し？～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか？
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イレブン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～