

# 株式比率 0% ゆうちょ銀行に白羽の矢 官製相場、GPIF 株式 25% 超で外国株シフト

株式会社ジャパンエコノミックパルス  
Japan Economic Pulse Co., Ltd.  
info@j-pulse.co.jp

2018/7/23

日銀が 16 年以降 6 兆円（年間）の ETF（上場投信）を買い、資産 160 兆円の「クジラ」GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が運用改革に沿って日本株を買いましてきたが、株式比率 25% 超で満腹となった GPIF に「官製相場」を支えるパワーは期待できない。そこで資産 180 兆円の「もう一匹のクジラ」ゆうちょ銀行に白羽の矢が向けられつつある。

### クジラ GPIF 日本株「満腹」で外国株に食指

「世界最大の年金基金 GPIF が 4-6 月期に外国株の巨大な買い手として復活した」（英 FT 紙（7 月 13 日）電子版「Is Japan's yen unravelling as a safe-haven trade（ほぐれた日本円の安全避難トレード）」）。

資産 160 兆円の世界最大の公的年金を運用する GPIF の 2017 年度末の国内株式比率が初めて 25% の基本ポートを超え、日本株に満腹となった「クジラ」が食指を動かしたのが外国株式だった。

要は、デフレ脱却による長期金利の上昇を想定し、それまでの国債に偏る運用を見直して国内株購入を増やすことによって日経平均株価を押し上げる＝アベノミクスに貢献する役割に終止符を打ったと言うことだろう。

しかも、「GPIF の短期資産残高（現金）は 3 月末に 1250 億ドルに達し、このドライパウダーと呼ばれる現金の一部が外国株に大挙し、猛烈な円安圧力と化した」（同 FT 紙）。

ドル/円は 3 月 26 日の 104.65 円近辺から 5 月 21 日に 111.40 円近辺へと円安が進んだ。そして今回、米中「貿易摩擦」の喧騒の中で多くのグローバルファンドは、新興国リスク・ヘッジとして 2 月頃から大規模な円買いポジションを積み上げた。

ところが、深まる米中「貿易戦争」懸念にも GPIF の外国株投資に伴う円売りに阻まれ、グローバルファンドは円ロングの圧縮そして解消へと追い込まれた。

「2 年間の空白期を経て今や、GPIF はじめ日本の年金基金が外国株の買い手として存在感を増している」（同 FT 紙）。実際、7 月第 1 週の株式売買の海外流出が週間ベースで過去最高を記録した。

「大食漢が日本の株価を上げる構図は終わり、これからのクジラは『ESG』を切り口に食べ物を選ぶ」（「市場のクジラ GPIF、日本株は満腹、運用比率 25% 超」（日経新聞 7 月 7 日付））。

GPIF が 7 月 6 日発表した 17 年度の運用成績は、主に国内債、国内株、外国債、外国株の 4 つの分散運用、国内株式の比率が 25.14% と 14 年の運用改革以降、初めて基本ポートの目安 25% を超えた。世界

的な株価上昇で 17 年度は約 10.8 兆円の運用益を捻出した。

安倍政権による GPIF 運用改革は、デフレ脱却による長期金利上昇を想定し、国債偏重運用を見直すための必定の改革だった。そこで株式市場で幅広い銘柄を一気に買うことから「クジラ」と呼ばれた。

13 年 3 月末の資産比率は国内債券が 62% を占めたが、運用改革により 14 年 10 月に決めた基本ポートに沿って国内外の株式比率 50% に増やし、18 年 3 月末の国内株保有額は 40 兆円を超え、日本株「官製相場」を支えた。

14 年度以降の累計買越額は 6 兆 3696 億円と東証 1 部の時価総額（約 630 兆円）の約 1% に相当、日経平均を 1000 円押し上げたと言われる。むしろ、基本ポートには一定の乖離が認められ、国内株式比率が 25% に達しても投資余地は残る。ただ、運用改革後のような全体相場を押し上げる力は、もはや GPIF には期待できない。

しかも、運用の世界では資産規模が大きいほど市場平均を上回る運用成果を上げ難い。「そこで GPIF の代わりに日本株「官製相場」を支える主役としてゆうちょ銀行に白羽の矢が向けられている」（ある政府筋）。

### 運用比率 0% わずか 311 億円の株式運用

有価証券報告書によれば、ゆうちょ銀行の 2017 年度有価証券資産は 152.2 兆円、うち国債は 87.1% を占める 132.6 兆円に達する。日本国債は低金利のため大きな運用益は期待できず、米国債を始め主要国の国債価格も下降基調にある。

一方、同行の株式保有率は何と 0% である。GPIF が安倍政権下で国内株式や外貨建て証券などリスク資産投資に切り替えたことで 17 年度に 10 兆円超の運用益を出したことと「真逆」をいっているのだ。

銀行と年金機関では運用戦略が異なるのは当然としても、ゆうちょ銀行の運用方針はあまりに保守である。こうした中で、「資産運用（投資戦略）を見直し、リスク資産にシフト、と同時に商品開発は外貨預金の拡充に乗り出すべき」との意見が政府内で噴出している」（ある政府筋）という。

貿易不均衡是正を大義名分に掲げて対日、対中、対 EU（欧州連合）貿易赤字削減要求一点張りのトランプ米政権に振り回されずに、日本経済の生命線であり国民資産である日本株の中長期的な上昇に貢献すべきというのだ。

民営化された郵政公社の 3 事業が東証一部に上場されたのは 2015 年 11 月。そしてゆうちょ銀行の株

価と日経平均指数の株価動向を比較すると、その日を 100 として日経平均 225 指数は 17.9%上昇している。

だが、ゆうちょ銀の株価は 16%下がっており、日経平均とは 34%のパフォーマンス格差があり、投資家からすれば「欠陥不良商品」と見なされる数字である。

ゆうちょ銀行の株価低迷は、株主視点で企業収益力を示す株主資本利益率（ROE）からも窺い知ることができる。安倍政権のコーポレートガバナンス改革を通じて日本企業の ROE は 2018 年 3 月期に 10.4%にまで回復したが、同行の ROE は上場後も低迷基調が続き、平均に遥かに及ばない 3.0%の超低空飛行である。

むろん、投資銀行として資産運用や収益向上に苦心暗澹としていることは認める。日銀が 6 月 27 日に発表した 1-3 月期の改定後の資金循環統計によれば、家計が保有する投資信託残高が 3 月末で約 73 兆円と 17 年 12 月末の 109 兆円から 36 兆円減少、ゆうちょ銀行が含まれる「中小企業金融機関等」が増えたことが判明した。つまり、ゆうちょ銀行の保有分が家計の保有を押し上げていたのだ。

ゆうちょ銀行は低金利の中、収益を確保すべく外債など投信保有を増やしてきた。改定前の家計保有



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。

額はこの影響を受けた可能性が高い。

「ヘッジファンドなどリスク性資産を中期目標の 87 兆円からさらに拡大する方針」（佐護元副社長 5 月の日経インタビュー）ー。

佐護氏はゴールドマン・サックス証券出身で 15 年 6 月から 200 兆円超のゆう貯マネーの運用改革を主導してきた。改革の道筋をつけた区切りとして今年 6 月に退任、ソフトバンクグループに転じた。各分野で経験の長い専門家が揃い、集めた 60 人弱の人員は今後さらに増えるという。

今年 3 月末のリスク性資産残高は 79 兆円、3 年前に比べて 29 兆円増え、公表した中期計画では 3 年後に 87 兆円との目標を掲げたが、未だ道半ば。17 年度にヘッジファンド等の戦略領域や外国証券など収益が、国債中心の円金利資産を上回った。18 年度はさらに差が開いている。

3 年前の 50%超から直近で 30%近くに低下した国債比率の縮小は変わらない。ある政府筋は、「投資銀行であり機関投資家として、金融市場全体の活性化を促しつつ、アベノミクス相場を支える主翼としてリスク資産拡大に尽力してほしい」と期待を露わにする。