

## ストラテジーブレティン (114号)

## GPIF のリスク資産投資をけん制する半知半解の日経社説

## 根拠薄弱な日経社説

「年金に過度のリスク運用を期待するな」(2月11日)なる社説が日経新聞に掲載された。GPIF 有識者会議の提言が、「国内債券への資金配分の引き下げ、株式や外国債券などへの比率の引き上げを求めたこと」に対して、現実的で手堅い運用を目指すべきだとの反論である。米国の社会保障年金が全額を国債で運用していること、株式投資で損失が発生すれば年金制度に対する不信を助長するという、根拠に基づいている。投資、資金運用とは徹底した合理性の追求である。合理的根拠を示さないままに、と言うより根拠なしに専門家による資産運用提言を否定することは、日経新聞らしくない主張と言うべきである。

## 国債投資が最も高リスクという可能性

国債運用にリスクがないと言わんばかりの論拠は、デフレが続いているときにのみ妥当である。しかしインフレとなれば、年金資産の減価は避けられない。またインフレにスライドして年金給付引き上げを迫られるとき、今の0.6%利回りの国債保有では償還原資すらねん出できないことは明らかである。有識者会議の提言が主張しているように、国債投資こそ最もリスクの高い投資になる危険性は高いのである。今や投資に関して世界的にグレートローテーション、つまり債券から株式への投資対象シフトが一致した見方となっている。その中でも特に日本は株式と債券とのバリュエーション上のインバランスが著しく拡大している。付論で説明するように、日本の債券が世界で一番割高で、日本の株式が世界で一番割安という可能性が高いのである。

## 米国と日本とは違う

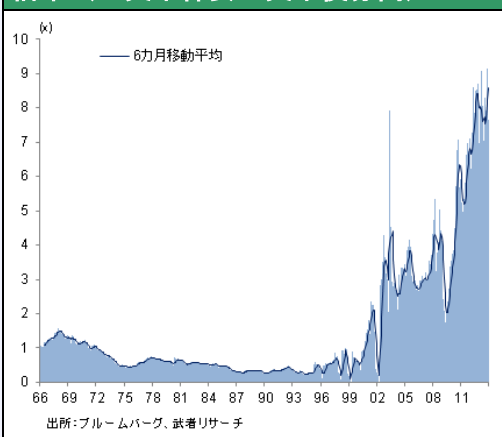
かつてグリーンSPAN議長が米国社会保障年金の運用対象として株式を除外すべきと主張したことがあったが、その時は「株式の益回り＝国債利回り」というFEDモデルが完ぺきに機能し、国債に投資していても、民間で形成された資本の投資リターン(資本稼働の成果)がそのまま得られるという環境の下での議論であった。しかし今の日本では、民間投資のリターンは株式で7~2%(益回り7%、配当利回り2%)、J-RIET 配当利回りで6~3%、に対して国債利回りは0.6%に過ぎない。この日本の資産価格の異常性、つまり安全資産の異常低リターン(＝割高さ)と、リスク資産の高リターン(＝割安さ)とのギャップ(＝高リスクプレミアム)こそは、日本の金融市場がリスクキャピタル提供の場として全く機能せず、1600兆円の潤沢な国民金融資産がほとんど遊ばされていることの表れである。

図表1：日本の投資リターンスペクトラム

預金(預入期間2年、1千万円以上)	0.04%
国債	0.6%
配当	2.0%
REIT	3-6%
株式益回り	6.9%
事業リターン(過去投資)	7-8%
事業リターン(現在投資)	10%+α

注：2014年2月1日現在。  
株式益回りは向こう12カ月予想EPS、配当利回りは当会計年度の子  
想1株当たり配当を使用(TOPXベース)。  
出所：日本銀行、Bloombergより武者リサーチ作成

図表2：日本の極端な株対債券リターン倍率(＝異常株安/異常債券高)



株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818

直通電話 (03) 5408-6821

E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

〒105-0021

東京都港区東新橋 2-18-3

ルネパルティーレ汐留 901

### GPIFに中立も不可知論もない

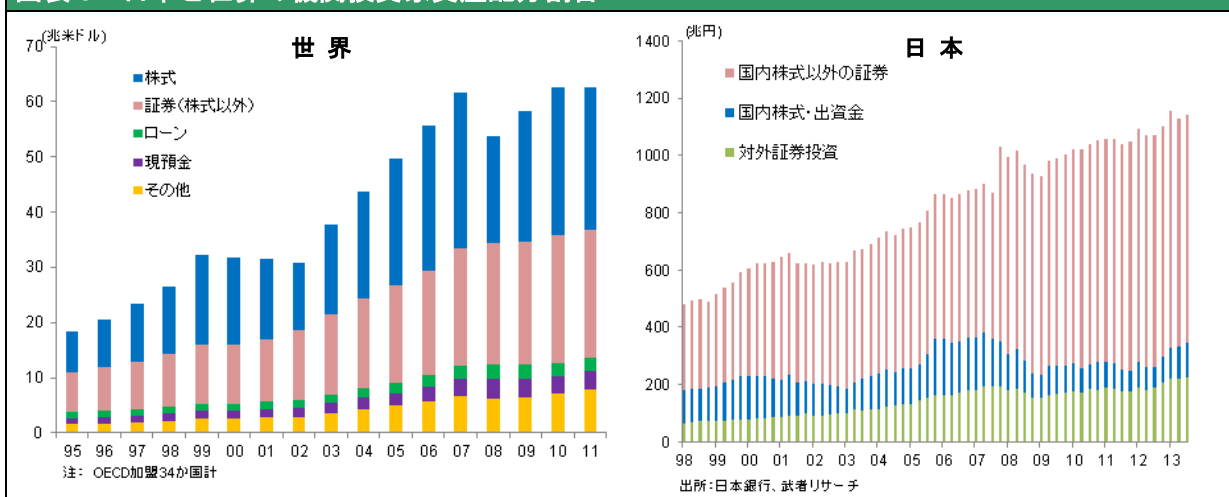
黒田日銀総裁によるQQE（量的質的金融緩和）とは、金融市場をリスク資産提供の場として復元することを目的としている（＝それなしにはデフレ脱却は望めない）。有識者会議の伊藤座長が指摘しているように、GPIFは政府機関の一員として、適切なリスク資産投資の増加とリターンを追求をするべきなのである。デフレ脱却の好循環を自ら作り出し、その成果をさらに享受するというスタンスに立つべきなのである。GPIFは運用主体としても、政府機関の一員としても「中立」「不可知論」に立つことは許されない。運用機関としては、デフレ継続か、デフレ脱却かのいずれかにかねなければならない。政府機関の一員としては「反アベノミクス」か「汎アベノミクス」か、を選択しなければならない。プルーデントな姿勢と責任回避と傍観者の態度は全く異なるものであることを銘記したい。

### 好対照のWSJ解説記事

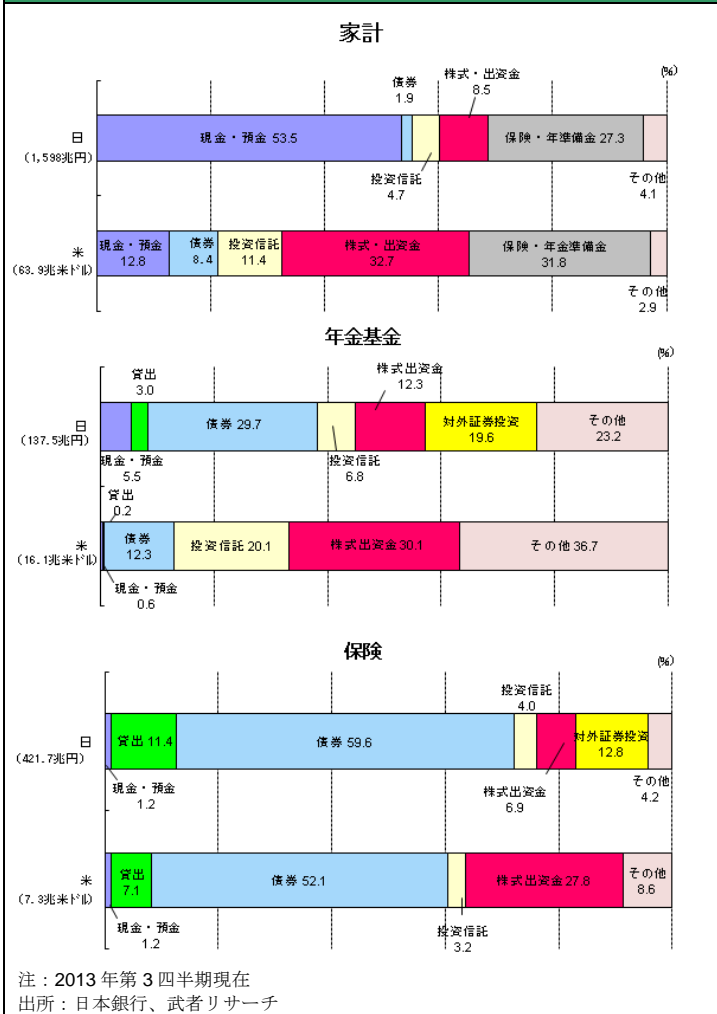
2月10日付のWSJ紙は「日本株式は外国人のドラムビートによって振動している」、との記事の中で次の事情を紹介している。「日本は安定した政府、懐の深い資金潤沢な機関投資家、自由な資金フローと透明性という点で、典型的流動性豊かな市場と言える。流動性豊かな市場では株価の急落は余程のことがない限り起こらない。にもかかわらず、日本市場は（トムソン・ロイターの30日平均ボラティリティーによると）、新興国投機の温床アルゼンチンやタイ並みの急騰急落、高ボラティリティーを記録している。その背後に日本市場では日本人が少数派であるという事実、がある。1月の東証取引高における外国人シェアは60%（10年前は35%）であった。外国人は世界最高の日本株値上がり益が為替損によって減殺されないようにするために、円ショートポジション（円借金）を形成している。しかしこの円ショートポジションが、米国景気失速懸念、米国金利低下が起きたことで巻き戻され、コンピュータのプログラムトレーディングによって、同時に日本株が売られることとなった。このような円と日本株とをペアにしたトレードは、ますますポピュラーとなりそれは日本株のボラティリティーをさらに高めることとなる。日銀の金融緩和の継続を確信している世界の投資家は、米国の金融緩和相場で大きな果実が得られたのと同様のチャンスを見出している。ということは、リスクオン、リスクオフの波に大きく同調するということである。この傾向は為替ヘッジの必要がない日本の年金、保険、個人資金が株式市場のメインプレーヤーになって戻ってくるまで続く。日本の投資家ももっとリスクを取るようになるということは、アベノミクスが成功していることの証拠でもある。そうなるまでは、日本株式市場では外人投資家の円売りヘッジによってもたらされる高ボラティリティーが支配する。」

日本人の異常なリスク回避姿勢が、かえって日本株式のボラティリティーを高め、高リスクにしているという論評である。円高・デフレ・異常な資産価格の下落と日本人の自信喪失、それらの多くは、「極端なリスク回避姿勢にとらわれた日本人自身のOWNゴール」という側面が強いのである。

図表3：日本と世界の機関投資家資産配分割合

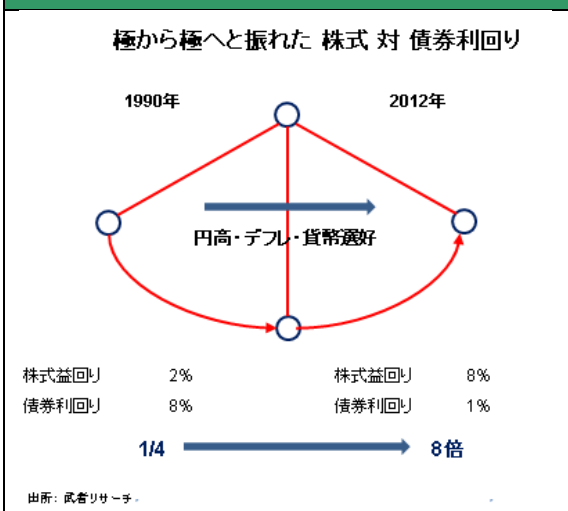


図表4：日米の投資主体別資産配分比較

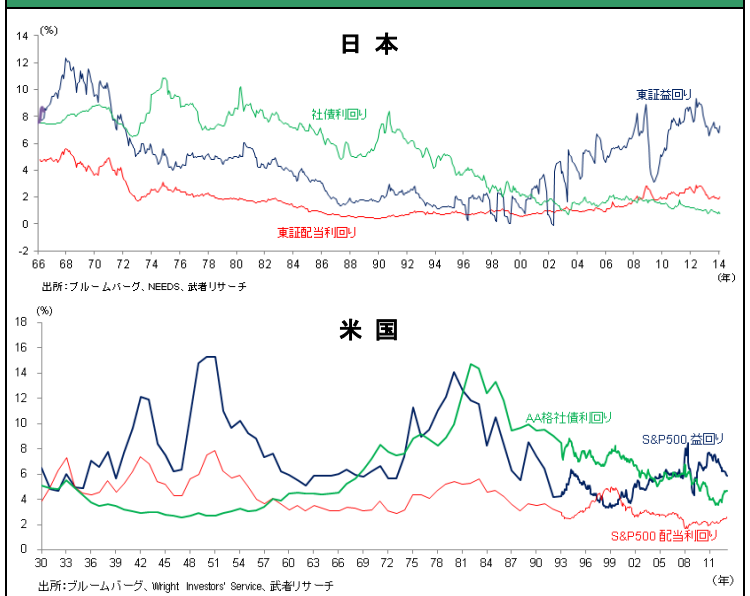


(付論) ストラテジーブレティン 108号 (2013年11月18日付) より  
日本株の割安さの度合いが古今東西、史上空前であるが、これが是正されるということである。今、日本株式の益回りは7%。つまり100円の株で7円の利益を上げている(配当だけで1.5円程度)が一方、100円で債券を買ったら利回りは0.8%、80銭、両者には8倍もの開きがある。言うまでもなく預貯金の利回りはゼロ、にもかかわらず、これまで日本では株にお金が行かなかつた。それが是正される大きなうねりが起きつつある。

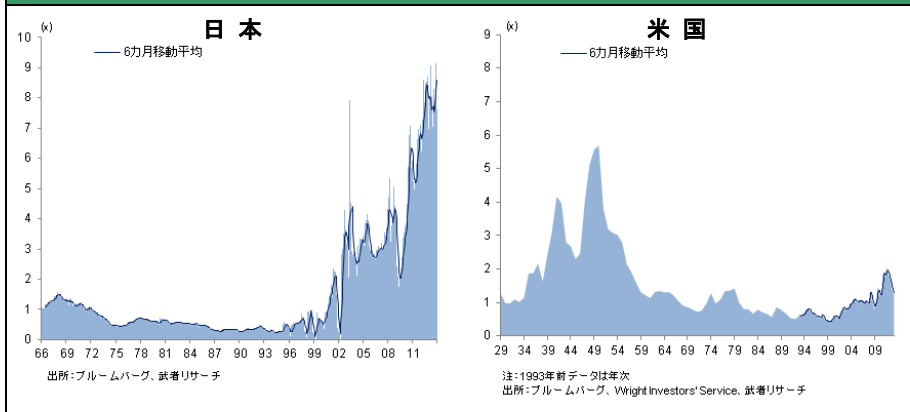
図表5：日本のバブル度の振り子



図表6：日米の長期益回り、社債利回りの推移



図表7：日米の株益回り／社債利回り倍率



著作権表示©2014 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。