

日本株スポット資料

岡三証券 投資戦略部
日本株式戦略グループ
内山 大輔

もしもクジラが動いたら～GPIFと日本株

- GPIFは運用資産額の大きさから株式市場では「クジラ」と呼ばれる
- 2つの理由から、国内株ウェイト引き上げへの思惑が強まっている
- 公表前から基本ポートフォリオ変更が始まる可能性がある
- 年後半は信託銀行の売買動向への注目度が高まる公算
- GPIFの保有額、保有比率が増加、上昇した銘柄などに注目

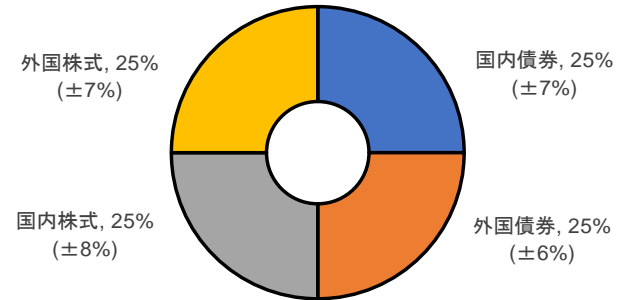
ホエール・ウォッチング

GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は公的年金である国民年金と厚生年金の年金積立金を管理・運用する団体である。運用資産額は24年3月末時点で約246兆円と世界最大級を誇る。日本株市場では存在感の大きさから「クジラ」と呼ばれることが多い。

GPIFは基本となる資産構成の割合（基本ポートフォリオ）を定めており、国内株比率は25%としている。ここから大きく乖離した分は調整する必要（※±8%）があるため、この1年あまりの株高局面では、GPIFを含めた公的年金の日本株売買が反映される信託銀行は売り越しが続いてきた（図表2）。しかし、株式市場では主に2つの理由から、GPIFの国内株式ウェイトが引き上げられるのでは、との思惑が強まっているとみられる。

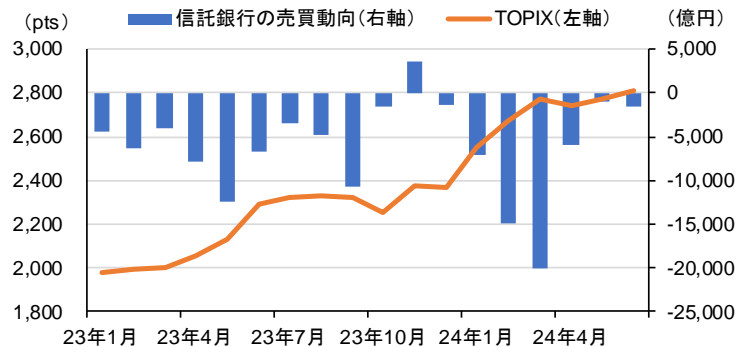
1つはインフレへの対応だ。日本では賃上げなどを背景に緩やかなインフレが続くことが想定されているが、一般的に、株式は債券よりもインフレ耐性が強い。現在の基本ポートフォリオを、インフレ環境下に合わせる必要が出てくる。もう1つは、基本ポートフォリオの変更タイミングだ。GPIFは5年に1度、基本ポートフォリオを見直しており、25年度は新計画が適用される年になる。GPIFの2023年度業務概況書によれば、厚労省の社会保障審議会資金運用部会の第5期中期目標の審議（秋頃）を経て、25年3月に次期中期計画（基本ポートフォリオ）を策定・公表する予定としている。更新時期が近いことも、思惑を強める要因になっているよう。

図表1. GPIFの国内株の基本ポートフォリオは25%
GPIFの基本ポートフォリオ（23年度末時点）



出所：GPIF 2023年度業務概況書より抜粋
※（）内は乖離許容幅

図表2. 日本株高の中で信託銀行は売り越しが続く
TOPIXと信託銀行の日本株売買額動向



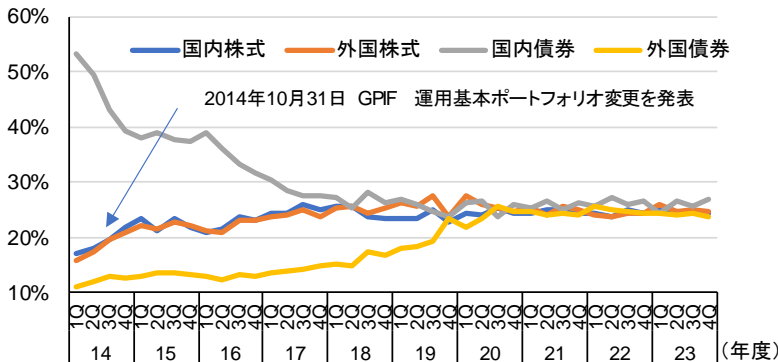
出所：QUICK 作成：岡三証券
※月次、売買動向は二市場月間ベースで6月まで、TOPIXは月末値ベースで6月まで

年後半は信託銀行の売買動向への注目度が高まる公算

GPIFが最後に基本ポートフォリオを変更（国内株ウェートを12%→25%）したのは、2014年10月末だが、図表3のとおり、公表前から国内株ウェートを引き上げて運用資産割合を調整していた可能性が高いことがわかる（図表4：GPIFを含めた公的年金の売買動向を示す信託銀行の売買も同様の傾向だった）。現時点では信託銀行の売買に大きな変化は見られていないが、今夏以降、持続的な買い越し基調が確認できれば、来春の基本ポートフォリオ変更シナリオを織り込む動きが強まる可能性があるだろう。

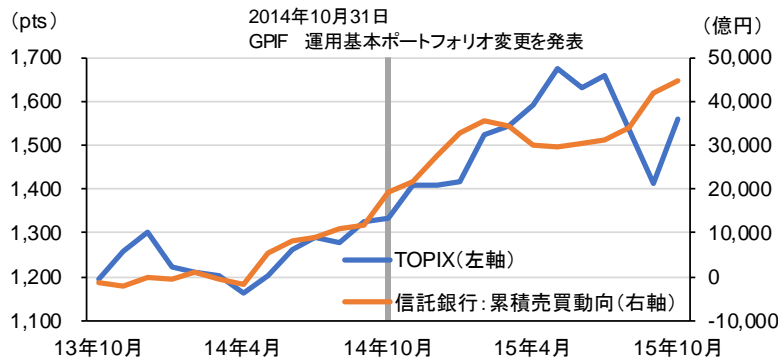
GPIFの国内株式保有額は24年3月末時点で61.5兆円。長期的にはアクティブ運用比率を引き上げていく意向を示しているが、現在は約96%がTOPIXを中心とするパッシブ運用である。仮に現在25%としている国内株式ウェートを30%に引き上げた場合、約12兆円の日本株インフローが想定される計算となる（※GPIFの基本ポートフォリオ変更に伴う各資産に対する需要変化では、①キャッシュアウト、②移行完了時期、③資産価格変化、の3つが変数となるが、それらは考慮していない）。既述した流れが強まる場合、GPIF銘柄への注目度も高まるとみられる。GPIFが間接保有する日本株で22年度から23年度にかけて、保有額と保有比率がともに増加、上昇した、TOPIX500採用銘柄を次頁にまとめた。参考にされたい。

図表3. 2014年は公表前からウェート調整が始まっていた可能性
GPIFの運用資産割合の推移（四半期）



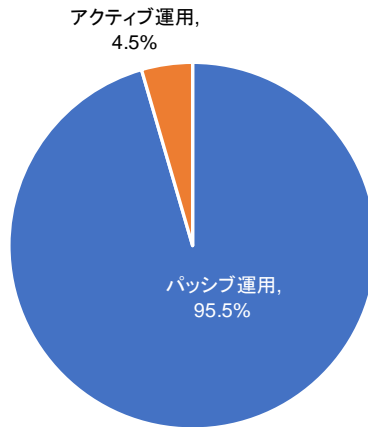
出所：QUICK、GPIF 作成：岡三証券 ※四捨五入数値のため合計と一致しない場合がある

図表4. 2014年は公表前からウェート調整が始まっていた可能性
TOPIXと信託銀行の累積売買額の推移（月次）



出所：GPIF、QUICK 作成：岡三証券 ※月次、TOPIXは月末値ベース

図表5. GPIFの国内株式は約96%がパッシブ運用
GPIF 国内株の運用手法別の時価総額比率（23年度末時点）



出所：GPIF 作成：岡三証券

図表6. 投資対象として注目したい主なGPIF保有株（保有比率の変化幅が大きい順）

TOPIX500採用、GPIFによる間接保有額と同保有比率が22年度→23年度にかけてともに増加、上昇した主な銘柄

コード	銘柄	時価総額 (億円)	GPIF間接保有額 (億円)		GPIF間接保有比率		変化	
			23年3月末 (B)	24年3月末 (A)	23年3月末 (D)	24年3月末 (C)	保有額 (億円) (A-B)	保有比率 (C-D)
4755	楽天グループ	19,074	457	1,130	4.68%	6.20%	673	1.52%
2768	双日	8,753	501	769	7.25%	8.58%	268	1.33%
6526	ソシオネクスト	7,005	134	398	4.09%	5.27%	264	1.18%
4004	レゾナック・ホールディングス	6,558	318	592	7.91%	8.83%	274	0.92%
7013	I H I	8,639	321	451	6.26%	7.12%	130	0.86%
5802	住友電気工業	19,146	954	1,469	7.08%	7.88%	515	0.80%
8795	T & Dホールディングス	16,274	737	1,191	7.63%	8.43%	453	0.80%
6723	ルネサスエレクトロニクス	61,263	1,870	2,785	4.99%	5.57%	915	0.58%
9007	小田急電鉄	5,653	376	486	5.94%	6.36%	110	0.42%
8593	三菱HCキャピタル	15,725	435	726	4.33%	4.63%	291	0.29%
6113	アマダ	6,278	330	447	7.42%	7.63%	118	0.22%
7729	東京精密	5,371	165	404	7.71%	7.88%	239	0.18%
3099	三越伊勢丹ホールディングス	13,582	396	684	6.74%	6.91%	288	0.17%
9104	商船三井	18,084	1,008	1,432	8.42%	8.57%	423	0.16%
5019	出光興産	14,289	511	881	5.92%	6.07%	370	0.15%
8804	東京建物	5,398	263	435	7.79%	7.90%	171	0.10%
4063	信越化学工業	129,029	6,125	9,421	7.08%	7.15%	3,296	0.07%
6503	三菱電機	57,785	2,680	4,298	7.91%	7.97%	1,618	0.06%
3382	セブン&アイ・ホールディングス	51,401	3,569	3,940	6.74%	6.78%	371	0.04%
6201	豊田自動織機	45,292	874	1,872	3.65%	3.67%	998	0.02%

出所：QUICK 作成：岡三証券 ※時価総額は2024年7月8日現在

※間接保有比率は各年3月末時点のGPIF保有銘柄分の時価総額/各年3月末時点の時価総額で計算

※GPIFは個別銘柄の選択は実施しておらず、パッシブ及びアクティブファンドを通して間接的に保有している

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

【日本】

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預かりについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預かりする場合は、口座管理料をいただきません。外国証券(円建て債券および国内の金融商品取引所に上場されている海外ETFを除きます。)をお預かりする場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、電子交付サービスを契約している場合には、口座管理料は1年間に2,640円(税込み)とします。なお、当社が定める条件を満たした場合は外国証券の口座管理料を無料といたします。上記以外の有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.518%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により価格や分配金の変動し、損失が生じるおそれがあります。

<債券>

・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。なお、取引価格には、販売・管理等に関する役務の対価相当額が含まれております。

- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
 - お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
 - 保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
 - 換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
 - その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本暗号資産取引業協会

【日本以外の地域における本レポートの配布】

・香港における本レポートの配布: 本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司をお願いします。

・米国内における本レポートの配布: 本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみ¹に配信されたものです。本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

・その他の地域における本レポートの配布: 本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意する必要があります。地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2024年4月改定)