

オプション倶楽部 TV

2025年3月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

今回のグレイ・リノ分析、テーマは「日本家計の現状確認」です。

先月、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）は10-12月期（2024年度第3四半期）の運用で4.31%の収益率を達成したと発表しました。GPIFは日本の公的年金給付財源における積立金（余剰分！）で将来の不足分を補うために258兆6936億円もの資金を運用している巨大ファンド（巨鯨）です。

しかし、GPIFは運用資金を国内債券、外国債券、国内株式、外国株式に25%ずつ配分する“積極的”なポートフォリオを策定しています。そのため1-3月期（2024年度第4四半期）の成績は、相場環境の悪化で、かなり恐ろしい結果になるかもしれません。

日本の家計をみると、中間値以下の所得層が、収入の伸び悩みなか、増税、社会保険料引き上げ、物価高の重圧を受けていると分かります。しかし、政治家は党利党略に明け暮れ、金融当局は円高のジレンマに陥っています。そのなかで庶民がモノやサービスを購入する力を維持するために何ができるか、考えていきたいところです。

<資料 P2>

——日経平均は3月中旬から反発に転じ、38000円の上値を試す展開となりました。米国株とドル円の反発に支えられたのでしょうか？ 先生は、どのようにみていますか？

3月SQ日を通り、3月権利取りの関係で需給が、いったん改善したということでしょう。また、円高が一服しているのも影響していると思います。

——NY金先物がついに1トロイオンス3000ドルを突破しました。東京金先物も1グラム15000円が射程圏内に入ってきたように見えます。「トランプ・スランプ」懸念が買い材料となっているのでしょうか？ 先生は、どのようにみていますか？

金については個人的には、まだまだ強気です。というのも、紙資産や各国通貨への信認が低下しているからです。各国中央銀行の買い意欲も続くと考えられ、来年早々に3500ドルとなっても不思議ではないでしょう。

——先月、ドイツで総選挙があり、野党だった保守系の CDU・CSU（キリスト教民主・社会同盟）が首位となり、シヨルツ首相が率いる中道左派の与党 SPD（ドイツ社会民主党）が大敗しました。しかし、第2党となった極右政党 AfD（ドイツのための選択肢）を警戒して大連立となりそうです。これで「ドイツの政局混乱」というグレイ・リノはいったん収まったと先生は考えていますか？

いったん、小康状態だと考えています。とはいえ、ロシア・ウクライナ問題があります。大連立の関係維持も、それほど安泰ではないかもしれません。

——18日、イスラエルがガザに大規模な空爆を加えました。しかし、WTI 原油市場に大きな反応はみられませんでした。これは、なぜだと思えますか？

ガザ問題は原油相場にとって強材料となりますが、ロシア・ウクライナ停戦期待の高まりは弱材料となります。ただし、ウクライナが合意を破ったという報道もあり、原油価格の上昇リスクは、まだまだ残っているでしょう。

——売坊先生は通信講座会員様向け週次レポートで「日本への移民が 1000 万人を超える可能性とそれが現実化した時の経済構造・常識の変化」をグレイ・リノとして挙げています。そのなかで「経済構造の変化」とは、どのような具体例と相場への影響が考えられるでしょうか？

今までの日本の常識が通用しない状況です。例えば、食生活の異なる人々から、ある品目に対する要望が強くなれば、その供給に影響が出ます。そして、このように需要に変化があれば、経済構造も変わり、その結果、勝ち組企業と負け組企業が変わる可能性があるわけです。

なお、移民の増加で治安が悪化すると仮定すると、これはリスクが上がることになりそうですので、株価にもマイナスの影響が出るでしょう。

——また、売坊先生は同レポートで「10～20 年の期間での日本のエネルギー危機と食糧危機」をグレイ・リノとして挙げています。これについては、どのような具体例と相場への影響が考えられるでしょうか？

日本のエンゲル係数（2人以上世帯）は 2024 年に 28.3%となり、43 年ぶりの高水準となったと日本経済新聞が報じています。今後も上昇していけば、食糧以外に使える支出がさら

に減るわけですから、経済全体にはマイナスです。したがって、株価にもマイナスの影響が出てくるでしょう。エネルギー価格も同じ理屈です。

図 I-2-4 消費支出の対前年増減率の推移（二人以上の世帯のうち勤労者世帯）



消費支出	2015年	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
月平均額(円)	315,379	309,591	313,057	315,314	323,853	305,811	309,469	320,627	318,755	325,137
名目増減率(%)	-1.1	-1.8	1.1	-0.3	1.8	-5.6	1.2	3.6	-0.6	2.0
実質増減率(%)	-2.1	-1.7	0.5	-1.5	1.2	-5.6	1.5	0.6	-4.2	-1.2

(注) 2018年及び2019年の名目増減率及び実質増減率は、変動調整値である。

出所) 総務省

<資料 P3>

——JPX 市場での海外投資家の現物・先物売買動向を掲載したのは、なぜでしょうか？

海外投資家が日本をどう見ているのか、明確に表れていると考えています。年初から3月14日までに現物・先物合計で4.5兆円以上も売り越しています。

——日米金利差（10年債利回り差）とドル円の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

為替を見るうえで金利差は重要な視点です。現在の水準は2024年9月と同程度の金利差です。その時、ドル円レートは140円程度でした。現在ドル円が、そこまで円高になっていないのは、円に対するリスクが意識されているということでしょう。これも日本への不信感の高まりを表しているといえそうです。

——内閣不信任案を自民党が歓迎しているとみているのは、なぜでしょうか？

石破首相では選挙に勝てないと考えているのかもしれませんが。現在は新しい首相で戦ったほうがいいのか自民党内で意見が分かれている状況でしょう。

——内閣不信任案を野党が躊躇しているとみているのは、なぜでしょうか？ いくつかの主流メディアでさえ政党支持率をみると、国民党の躍進が目立ちます。立民党を上回ったところもありました。一方、高校無償化を勝ち取って予算案に賛成した維新は、どこをみても支持を伸ばせていません。この辺にも野党が不信任案に躊躇する理由があるのでしょうか？

野党は石破首相の与党と戦ったほうが、勝算が高いと考えているとみているからです。

<資料 P4>

——2023 年度の日本家計の所得金額を度数分布で示したグラフを掲載したのは、なぜでしょうか？

所得水準は平均値よりも中央値で見たほうが実態をつかめると思います。現在の光熱費や食費の急増は家計にかなり響いている状況でしょう。

——形状が釣鐘(正規分布)ではなく 100~200 万円の割合が最も高いのは印象的です。

正社員と非正規の格差の問題もあるでしょう。

——日本家計の平均所得金額の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

平均所得で見ても横ばいなのに、増税につぐ増税で可処分所得はさらに下がっています。

——平均的な日本家計では収入が減っているのに、増税・年金保険料上げ・物価上昇による負担が増えているということでしょうか？

ご指摘のとおりです。

——総務省の2月7日発表によると、2024年の日本の2人以上世帯の消費支出が実質で前年比1.1%減だったとのこと。また、消費支出に占める食費の割合を示す「エンゲル係数」が28.3%で、43年ぶりの高水準になったとも報じられています。ここからも日本の家計が弱くなっていると考えられるのでしょうか？

ご指摘のとおりです。株高の恩恵がある富裕層との格差は、さらに広がっている状態でしょう。

<資料 P5>

——GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の運用状況（2024年度第3四半期まで）を掲載したのは、なぜでしょうか？

GPIFは10-12月期の運用成績が、かなり良かったと発表しています。しかし、それなら年金給付額を増やしてもらいたいものです。

今年1月24日に厚生労働省が発表した2025年度の年金額は1.9%増となっています。これでは物価上昇に全く追いついていません。しかも、年金支給額が増えると、それに伴い税金も増える場合があります。

なお、現在の株価低迷と円高を考慮すると、1-3月期末は今年度の利益をすべて吐き出している可能性もあります。

——ここにある運用益には含み益（評価損益）も含まれているのでしょうか？

ご指摘のとおりです。

——参考指標として2024年9～12月末における各資産の相場を掲載したのは、なぜでしょうか？

TOPIXは、ほぼ横ばいですが、日経平均は下がっています。為替は、かなり円高に振れています。米国債利回りは下がっていますが、円債運用部分は、かなり利回り上昇のダメージを

受けているでしょう。

——GPIFの累積収益額を掲載したのは、なぜでしょうか？

この累積利益の多くは円安からきているということです。

——ここまではGPIFの国内債券・外国債券・国内株式・外国株式に基本25%配分するポートフォリオがうまくいっているということでしょうか？

その判断は難しいところですね。そもそも運用している年金資金の50%を株式に投資しているのは、かなり大きなリスクを取っているのは問題だと考えます。

——市場にはGPIFが基本5年に一度の資産配分見直しで「来年度から国内株式を引き上げ、海外債券を引き下げのではないか」という憶測がありました。どうして、そのような憶測が出たと思いますか？

株価デコ入れへの期待です。さらに、政権への忖度もあったのかもしれません。前回、GPIFが株式に配分する比率を引き上げたときも、国民にリスクを取らせ、アベノミクスの成果をよく見せるためのお化粧だったと考えています。

——結局、GPIFは現行の資産配分を維持する方針を固めたと報じられています。これについて売坊先生はどう思いますか？

国内株式への配分比率引き上げは言語道断だと考えています。現状維持は最低線でしょう。本来は株式への配分比率は下げて、ポートフォリオのリスクを下げるべきだと考えています。それができないのは政策がおかしいということです。

——GPIFが運用するのは年金給付財源の余剰分であり、将来の不足分を補うために運用をしていると思います。つまるところ、運用が想定どおりうまくいかなければ、年金財源が不足してもおかしくないということでしょうか？

ご指摘のとおりです。大博打ですね。

——個人では老後資金に対して、どのような運用で補完すべきだと思いますか？

金価格が上昇しているのは通貨や紙資産への不信感が高まっているということです。したがって、実物資産を保有し、インフレや預金封鎖（可能性は低いかもしれませんが）に備える必要があると考えています。さらに、円暴落へ対応も必要でしょう。

増え続ける地球人口を養えるだけ食糧やエネルギーの供給を増やし続けられるか確信が持てません。その意味では、株式だけによる長期分散投資には限界があると考えています。

【免責事項】

本テキストの図表・数値などは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性・信頼性・完全性を保証するものではありません。

本テキストに掲載された情報・図表・資料は、あくまで情報提供を目的としたものです。証券など金融商品の売り買いを提案・勧誘するためのものとして、また証券など金融商品について助言・推奨するものとして、利用・解釈しないでください。

本テキストは一般向けに編集されています。特定の投資目的・特定の投資環境・特定の投資家を一切考慮していません。事前に専門家の適切な助言を受けるべきですし、最終的な投資判断は、個々人が個々の状況を考慮して、自らの責任で下すようにしてください。

本テキストに基づく行為の結果、発生した障害・損失などについて筆者およびパンローリング社は一切の責任を負いません。

本テキストに記載された URL などは予告なく変更される場合があります。

本テキストに記載されている会社名・製品名は、それぞれ各社の商標および登録商標です。