

ゆうちょ 財団通信

Yu-cho Foundation Newsletter 2024.7



特別寄稿

ゆうちょ銀行 **笠間社長**

～「ゆうちょ銀行らしさ」の追求～



特別寄稿

三菱UFJ信託銀行 **長島社長**

「安心・豊かな社会」を創造すること

- ・信託業務の発展
- ・信託の忠実義務について



ゆうちょ銀行の市場運用

不動産投資部

矢口部長



資産運用会社の運用

アライアンス・
バーンスタイン

阪口社長



ゴールドマン・サックス・
アセット・マネジメント

堤社長



アナリストの視点

三菱UFJ信託銀行

芳賀沼チーフストラテジスト

株式会社ゆうちょ銀行
取締役兼代表執行役社長

笠間 貴之 様

TAKAYUKI KASAMA

お客さまに「最も身近で信頼される」
トップレベルかつユニークな
銀行を目指して



平素より格別のご高配を賜り厚く御礼申し上げます。

2024年4月にゆうちょ銀行の代表執行役社長に就任しました笠間でございます。

はじめに

ゆうちょ銀行には、2015年11月に入社し、市場運用業務の高度化・収益向上に努め、2023年6月からは代表執行役副社長という立場で、当行の価値向上に取り組んでまいりました。

当行は、巨額の資金を運用する一方で、個人向けサービスを中心にユニバーサルサービスも提供するというユニークな銀行です。代表執行役社長として「ゆうちょ銀行らしさ」を追求し、当行の強みを活かして、中長期的な企業価値向上に向けた取り組みをこれまで以上にスピード感をもって進めていきたいと考えております。

3つのビジネス戦略

当行は、社会のデジタル化の急速な進展や、市場からの資本コスト・資本収益性を意識し

た経営の要請等の経営環境の変化を踏まえ、本年5月に中期経営計画を3つのビジネス戦略「リテールビジネスの変革」、「マーケットビジネスの深化」、「投資を通じて社会と地域の未来を創る法人ビジネス（Σ（シグマ）ビジネス）」の本格始動」を中心とする枠組みへと見直しました。

当行が果たすべき役割、今後の方向性を含めた経営方針につきまして、3つのビジネス戦略に則して私の考えるところを3点申し上げます。

1. リテールビジネスの変革

1点目は、当行の強みであるリアルネットワークと、デジタルサービスを掛け合わせた「新しいリテールビジネスモデル構築」への挑戦です。

当行は、全国津々浦々に約2万4千の店舗や約3万台のATMからなる強力なリアルネットワークを有しております。このネットワークを通じて、国内最大級の約1億2千万の通常貯金口座と190兆円超の貯金残高を有しており、当行の大きな強みとなっております。

一方、世の中ではデジタル化が急速に進行

しており、金融の世界も例外ではありません。当行は、すべてのお客さまに便利な金融デジタルサービスをご利用いただけるよう、その普及に努めてまいりました。この結果、基本的なバンキング機能を搭載した「ゆうちょ通帳アプリ」の登録口座数は１千万口座を突破しています。

今後は、通帳アプリにつき、更なるUI/UXの改善、機能拡張を図りながら、全国津々浦々に広がる圧倒的な店舗ネットワークを通じて、親切・丁寧にご案内することで、登録口座数をさらに積み上げ、お客さま基盤の維持・深耕を図ります。さらに、お客さまの多様化するニーズにお応えするため、通帳アプリを多様な事業者が利用できる「共創プラットフォーム」と位置づけ、通帳アプリのプッシュ通知等を通じて、お客さまに伝統的な銀行サービスを超えた多様なサービスをご案内する、新しいリテールビジネスモデルの構築に挑戦してまいります。

2. マーケットビジネスの深化

２点目は、「市場運用業務のさらなる高度化」です。

これまで、国内の低金利が長く続いた中、当行は、外国証券を中心とするリスク性資産の拡大を進めてきました。一方、足許の日銀の金融政策変更を受け、国内金利が上昇トレンドに転じたことに柔軟に対応し、今後は日銀への預け金から日本国債への投資シフトも積極的に進めていく方針です。リスク管理を深めつつ、「円金利資産とリスク性資産を組み合わせた最適な運用ポートフォリオ」を追求してまいります。

3. Σ（シグマ）ビジネスの本格始動

３点目は、「投資で地域社会の未来を創る法人ビジネス、いわゆるΣ（シグマ）ビジネスの本格始動」です。

Σビジネスは、地域の新たなビジネスの原石となるような企業を含め、全国の成長性のある事業者に資本性資金を供給し、その成長



を支援していくファンド運用業務（GP業務）を柱としています。

本年5月に新設した100%子会社「ゆうちょキャピタルパートナーズ」を中核に、パートナー企業とも連携しながら、全国各地への事業承継・事業再生投資、ベンチャー投資、ESG投資に取り組んでまいります。

また、全国津々浦々の店舗ネットワークを活かした「ゆうちょらしいGP業務」の一環として、新たな投資先企業の発掘を行うソーシング業務や、投資先企業の商品・サービスの紹介・媒介を行うマーケティング支援業務も本格的に始動させ、地域金融機関等とも協働しながら、地域の課題解決と企業価値向上の両立に向け、成果を一つ一つ着実に積み上げてまいります。

以上が、3つのビジネス戦略に関する私の取り組み方針です。



「成長を促す」×「能力を引き出す」×「多様性を生かす」人事戦略を推進

これらの戦略実現のためには、1万人規模の当行の社員の力を結集することが不可欠です。

このため、「成長」・「能力」・「多様性」という3つのスコープの掛け算を通じて社員の活躍を促し、企業価値の向上を達成するために、現在、社内コミュニケーションの強化、働きやすく・働きがいのある職場づくりに向けたプロジェクトに全力で取り組んでおります。

私自身、若手や現場を含む多くの社員と膝を突き合わせて議論してまいりましたが、驚かされるほどの業務改革のアイデアが提案さ

れ、非常に心強い、頼もしい動きだと感じています。

今後も私が先頭に立ち、組織文化・風土改革に取り組み、当行の変わらぬパーパスや経営理念の下、お客さま本位の経営、当行の企業価値向上のために全社一丸となって金融改革に挑戦してまいります。

今後とも、お客さまに「最も身近で信頼される」トップレベルかつユニークな銀行を目指し、役職員一丸のチームワークで前へ前へと進んでまいりますので、ますますのご支援・ご高配を賜りますようお願い申し上げます。

三菱 UFJ 信託銀行株式会社
取締役社長

長島 巖 様

IWAO NAGASHIMA

「安心・豊かな社会」を 創造するということ



Profile

ながしま いわお 1963 年 3 月生まれ。1985 年 4 月三菱信託銀行（現三菱 UFJ 信託銀行）入社。
2019 年 4 月副社長を経て 2020 年 4 月から現職。

はじめに

私は 1985 年に当時の三菱信託銀行に入社しました。その後、合併や、持ち株会社の設立などを経て、現在は三菱 UFJ 信託銀行として、信託業務を中心に金融商品・サービスの展開を行っています。

私は信託銀行に入社するまで、信託業務については多くを知らなかったが、40 年近く信託銀行の業務に携わる中で、社会の様々なところで信託機能が使われていること、近年益々その必要性が増していることを実感しております。

本稿では、折角の機会ですので、日本の信託の歴史や今後の展望について、お話してみたいと思っております。

信託と信託銀行について

ここで信託とは何か、簡単にいうと、「誰かに財産を託して運用・管理・処分する仕組み・制度」です。例えば、子孫のために財産を誰かに預け、運用・管理してもらう仕組みなどは、信託といえます。

信託は、古くから様々な国で類型が見られますが、法制度を伴って発達したのは英米法の諸国が中心で、イギリスで生まれ米国で商業用信託として発達したといわれています。

日本では明治期に関連の法制度が初めて導入され、1922 年に信託法、信託業法が導入されて本格的に社会で利用されていきました。

特に戦後、高度成長の資金需要を支えるために登場した貸付信託が広く個人層に広がり、一般市民の皆さんにも信託という名称が認知されることとなりました。

その後、ご存知の投資信託や証券信託、企業や個人から将来の年金となるお金を預かり管理運営する年金信託、個人向けでは贈与非

課税枠を利用した教育資金贈与信託、認知症などになった時に活用される後見制度支援信託、公益活動に使っていただく公益信託など、様々な信託制度、商品が作られ、活用されています。

信託協会の公表データによると、2023年9月末の信託財産総額は1579兆円と、とても大きな金額になっています。それだけ信託という制度や商品が広く社会に浸透したということだと思います。ここで、信託業務の発展について触れたいと思います。

信託業務の発展

信託業務は、戦後は主に専門の信託銀行が業務を担ってきました。一方、時代の変化を受けて信託法が2006年、信託業法が2004年に全面的に改正され、金融機関以外の事業会社にも信託業務の取り扱いが拡大され、受託可能な資産の範囲も拡大されました。また、投資金融スキームのニーズの高まりを受け、信託の利用形態の新たな仕組みの整備が行われています。

このように、時代の変化に応じて信託を活用できる仕組みや主体も広がってきています。少し先進的な事例を紹介したいと思います。

昨年、法改正で信託会社にもステーブルコイン、価格安定を実現するよう設計されたデジタルトークン（デジタルな通貨・交換手段）の発行が認可されました。余り馴染みがないと思いますが、価格変動を現実の円やドルなどの通貨に連動させたデジタルな通貨、と理解してください。

様々な仮想現実の出現で、デジタルトークンの取引需要は世界で増えています。一方、その価格変動は大きく、利用者に障害が出ていました。発行者や交換所が破綻するなどの事件も起こりました。これらを受けて価格の安定したデジタルトークンのニーズが高まっ

てきました。仮想空間で取引するときに信用における価格の安定したデジタルトークンがあったほうが良いということです。因みに有名なデジタルトークンにはビットコインがありますが、ビットコインは裏付け資産が無く価格変動も激しい、日本の法律では暗号資産というもので、ステーブルコイン（日本の法律では電子決済手段）ではありません。

国内では政府、金融庁を中心に世界に先駆けてステーブルコインを法的に定義して、発行者に信託会社を加えました。この信託スキームでは預金を裏付け資産として管理しているため、発行者の倒産リスクは影響しません。従って、価格も安定しています。当社では「プログラマコイン」という基盤を開発し、様々な発行者のニーズに即した信託型ステーブルコインの発行を準備しています。この基盤で発行するステーブルコインは、ブロックチェーン技術を使って改ざんリスクを抑え、信託の仕組みを使う事で関係者の破綻リスクから隔離し、より安心安全な設計となっています。先端技術に信託の仕組みを融合して時代の要請に応えたいと考えています。

話は変わりますが、将来、国民の皆さんが、自分のデータは自分で保管、管理する時代がくるかもしれません。例えば、今は皆さんの健康データは病院や診療所が持っていますが、違う病院では活用できません。自分で所有して持ち運びが出来るようになると便利です。一方で、紛失リスクやサイバー攻撃リスクがあります。それを確りとした会社が信託して管理する、というニーズが考えられます。

このようにデジタル資産にも信託ニーズは様々なあると考えています。今後も社会の発展に伴って信託の展開は益々広がっていくと思います。このようなニーズに応え、社会の役に立って行きたいと考えています。

信託の忠実義務

最後に信託を預かる人の責任について話したいと思います。

信託のスキームは、信託を預かる会社や人に財産権を移し、運用、管理が行われます。仮に財産を預かった人（信託受託者）に悪意があったり、さぼっていたりした場合に確りとした運営がなされません。

そのために信託受託者には「受益者（先の例でいうと便益を受けるお子さん）の立場に立って最良の判断、運営をしなければならない」という忠実義務が課されています。

今後、世の中は益々複雑化、専門化していきます。例えば専門的な資産運用や法務相談、医療などは専門家に任せざるを得ません。ある意味、これらの専門家は皆さんの生活を信託されている、と言えるでしょう。この責任をフィデューシャリー・デューティー（Fiduciary Duty）と呼びます。

フィデューシャリーである信託受託者は、先の例でいうとお子さんの最善を考えて行動することは元より、世の中のベストプラクティス、最新知識も絶えず身に付けて、研鑽にはげむ必要があるのです。

日本で信託が長い期間、制度として広く活用されるようになったのは、信託に携わってきた関係者が確りこの忠実義務を果たして国民の信頼を得てきたから、と言えるのではないのでしょうか。

今後、様々な形で信託の活用機会が増えていきますが、信託に携わるものはその責任を

確り果たしてこそ、信託が更に発展していく、と考えています。

私共、三菱 UFJ 信託銀行では、社則で社員全員に確りしたフィデューシャリーになるよう、「専門知識を身に付ける」、「お客さまの為に最善を尽くすよう努める」、ことを定めています。無論、簡単ではありませんが、私も良きフィデューシャリーとなるよう努めたいと考えています。

信託の歴史や将来について、拙いですが書かせて頂きました。信託についてご興味を持って頂ける方は、東京・丸の内にある「信託博物館」をぜひご覧ください。また、小職も参考にさせて頂いた本、「信託入門改訂版（友松義信著）」や「新版信託のすすめ（永田俊一著）」は分かり易いと思いますので、ご興味があったら一読ください。有難うございました。



〒100-8212 東京都千代田区丸の内 1-4-6
日本工業倶楽部会館 1 階

信託博物館 平日 10:00 ~ 18:00
(土・日・祝日等を除く)

※ 17:30 最終入館時間

附属資料室 平日 12:30 ~ 16:30
(土・日・祝日等を除く)

※ 16:00 最終入館時間

入場は博物館及び資料室とも無料です



三菱UFJ信託銀行信託博物館 外観

不動産投資部

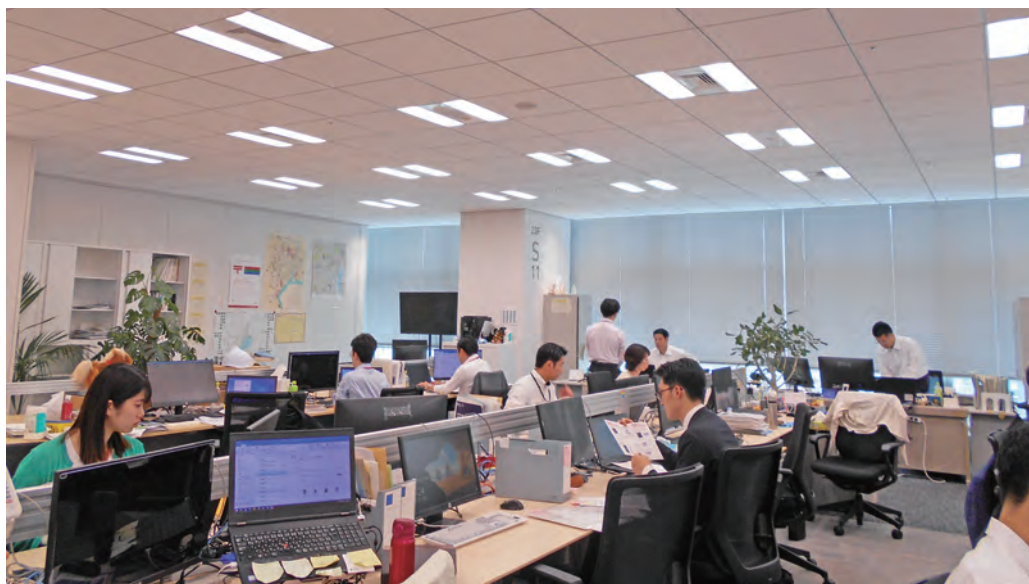
市場部門は専門分野毎に特化した
8部1室の組織構成となっています。
今回は不動産投資部をご紹介します。

基本データ（社員数や業務内容）

〈社員数〉 19名

〈業務内容〉

不動産投資部は、東京、ニューヨーク、ロンドン、シンガポール等世界の主要な都市に所在する賃貸向け不動産（オフィス、住宅、物流施設、商業施設等）を価値の源泉とするエクイティ型及びデット型の金融商品に対して、プライベート・パブリック両方のマーケットを活用して長期分散投資を行っています。2016年に投資を開始し、2024年3月末の運用額は4.3兆円と日本の機関投資家による不動産投資額としては大きなものになっていますが、内容は都市別、用途別、商品別、物件別、投資タイミング別等多くの切り口において徹底した分散が図られています。





不動産は実物資産であると共に物件毎にユニークであるため、立地するローカルな市場において、どのようなお客様にどのような利便性を提供しているのかを正しく理解することが重要になります。また賃貸市場の需給と物件の競争力は、都市計画、環境規制、住宅政策等地方政府の都市政策の影響を受けます。投資には現地の実査やローカルな知見が不可欠です。一方、金融商品としての性格を持つが故に、グローバルな資本市場の動向にも左右されます。グローバルとローカルの二つの視点を持ちながらポートフォリオを構築していくために、主な投資対象都市に拠点を有するパートナーに運用を委託し、パートナーと密なコミュニケーションを取りながら運用を進めています。

当部での仕事は運用委託先を始め様々な情報ソースから情報を収集・分析し、戦略的に分散投資を実行した上で、ポートフォリオ及び個別資産を丁寧にモニタリングしながら収益を獲得することです。不動産賃貸は古くからある産業ですが、人口動態の変化やデジタル化の進展、また環境意識及び規制の強化の中で、都市や物件の在り方が急速に変わってきています。我々は長期投資家且つ ESG 投資家として、このようなメガトレンドがもたらす成長を捉えることを投資テーマとしています。日々の業務を積み上げる中で、立地や物件を見る目（モノの分析力）、経営者や運営チームの声を聴く力（ヒトの分析力）、グローバルなお金の流れを読み解く感覚（カネの分析力）を高めることや、目の前の課題を解決するために考え抜く力を養うべく、切磋琢磨しています。

「仲間に対する愛情と顧客に対する誠実さ」を一番大切にしてくださいと常に呼び掛けています。当たり前のことですが実践するのは結構難しく、今の海外市場のような逆境においては特に大切な価値観だと信じています。

部員は中途採用が6割、プロパーが4割で、多様なバックグラウンドを持つ才能が集まっています。肩書や年齢にとらわれない、組織の内外と広く繋がる「オープン＆フラット」な組織運営とすることでスピード感を持った判断をできるように取り組んでいます。



市場部門 常務執行役員
不動産投資部長 矢口 一成



ALLIANCEBERNSTEIN®

アライアンス・バーンスタイン株式会社
代表取締役社長

阪口 和子 様

KAZUKO SAKAGUCHI



Profile

2018年12月にアライアンス・バーンスタイン株式会社代表取締役社長に就任。以前は、ステート・ストリート信託銀行株式会社において取締役クライアント・リレーションシップ本部長として、顧客サービスおよび営業全般を統括。2010年から2017年までは、HSBC 投信株式会社にて機関投資家営業本部長を務めた。それ以前は、15年超にわたってグローバルな資産運用会社において、機関投資家向け資産運用ビジネスの顧客サービス、営業、マーケティングに従事。1990年茨城大学にて学士号取得。一般社団法人日本投資顧問業協会理事。

「未来の運用会社」を目指して

——特徴的なロゴをお使いですが、どのような意味を表わしたものでしょうか？

今のロゴは、2015年から使っています。それまでのちょっと格調高いイメージのロゴから、よりシンプルで、現代的なイメージを感じるものに変更しました。外側のカギカッコは、社名のロゴだけでなく、説明資料などのグラフィック・デザインで重要なメッセージを強調する時にもよく使っており、より分かりやすく、インパクトのあるユニークなアイデアやサービスを提供したいという意思を表しています。

このロゴ変更当時のアライアンス・バーンスタイン（AB）は、伝統的な運用サービス

に留まらず、より多様なニーズに応えるサービスやソリューションを提供していこうという機運が高まった時期でもありました。リサーチに基づき、高い確信度を持って独自の商品やアイデアを提案するというアイデン

（現在のロゴ）



ALLIANCEBERNSTEIN®



（旧ロゴ）

ALLIANCEBERNSTEIN

ティティの象徴として、このようなロゴが採用されました。このような思いは AB がアクティブ投資を行う資産運用会社として、まだ誰も気付いていない価値を創出することを目指そうと掲げているパーパス「まだ見ぬ世界を拓く「知」を解き放つ」という言葉にも表れています。

実際、この 10 年近くの間にもオルタナティブ投資などの新しい運用商品のラインナップを拡充しているほか、債券や株式でも新しい考え方の商品を次々と開発しています。また、運用の効率性を大幅に改善する債券トレーディングシステムや、データサイエンス、人工知能 (AI) など、新たなテクノロジーの導入にも積極的に取り組んでいます。

私自身は 2018 年に日本法人の社長として入社したのですが、その時こうした取り組みを見て、AB は「未来の運用会社」を目指しているんだなと思いました。投資家が長期にわたって資産運用を行う中では、必ず経済・社会環境の大きな変化に直面します。皆様の大切な資産を運用する私どもは常に一步先の未来を見据えていかなければならないと考えています。

——「未来の運用会社」とはどのようなものですか？

私が考える「未来の運用会社」には、運用の中身やプロセスといったお客様に提供しているサービスと、それを支える社内での働き方や企業文化という 2 つの面があります。

前者については、まずテクノロジーへの取り組みが挙げられます。皆様よくご存じの ChatGPT という対話型 AI を OpenAI 社が一般公開したのは 2022 年 11 月のことでしたが、AB ではそれに 4 年ほど先だって、2018 年に債券運用部門で Abbie という対話型の AI チャットボットを使った債券ポートフォリオ運用支援・管理ツールを導入しました。Abbie は、口座のデータ、アナリス

トの銘柄推奨、市場の価格情報、トレーダーが分析する流動性情報、クオンツ・アナリストによる定量分析といった社内のさまざまなデータベースから必要な情報を抽出して運用実務を自動化しています。ワンストップで運用者のタスクを劇的に時間短縮し、正確性を高めることに成功しました。例えば、クレジット債券などのポートフォリオ構築期間を約半分に短縮するなど、好影響が出てきています。更にこのテクノロジーを最大限活用して運用を行うクレジット債券運用戦略を立ち上げ、お客様からご好評を頂いています。

このような技術の導入を支えるために、AB の債券運用部門は 100 人以上からなる技術担当者のチームを抱えています。資産運用会社にとって最大の資産は人材だと思いますが、その中でもこれからは、テクノロジー分野のタレントが非常に重要となると考えています。

一方、新しいテクノロジーを受け入れると同時に、地に足をつけた営業活動も引き続き重要です。AB の営業担当はポートフォリオ・マネジャーやプロダクトの担当者と頻繁に社内で勉強会やミーティングを行い、商品に関する知識の向上や最新の情報を得ることによって、お客様に適切な情報を提供しようと努めています。また、他の地域の営業担当とも定期的に情報交換を行い、グローバル全体でお客様にとって何が有益かを考えています。このように、お客様のために“必死で”考える「人」の重要性は変わりません。

テクノロジー、人材、そして株式や債券といった伝統資産とは異なる収益源泉を提供することも「未来の運用会社」の重要な役割だと考えています。AB ではさまざまなオルタナティブ投資に関し、提供する商品を拡大しています。そのために、オポチュニスティック・クレジット投資、再生可能エネルギー・インフラ投資など幅広いプライベート・デット運用戦略において優れた実績や運用プロセ



スを持つ、カーバル・インベスターズ社を2022年に買収するなど、多様化するお客様のニーズにお応えするべく、運用会社の買収も積極的かつ選別的に行っています。

——では、働き方という面ではいかがでしょう？

ちょうど私が入社する直前に、東京オフィスは日比谷公園の近くにあるビルに引っ越してきたのですが、このオフィスのデザインのコンセプト名がまさに“Office of the Future”でした。その頃、香港、東京、ロンドンと、グローバルに同じコンセプトが導入されたのですが、オープンスペースに職階等に関係なくデスクが置かれているのが特徴で、社長である私の席も個室ではありません。

プライバシーが必要な作業や、少人数で集まったり、ビデオ会議をするために、ガラス張りの個室・会議室が壁に沿ってたくさん設けられています。そうした個室を含め、どこ

からでも自分のPCにログインできるので、新型コロナウイルスの感染拡大が始まった時には迅速にリモートワークに移行することができました。そして、もともと社員同士のコラボレーションがし易いように造ったオフィスでしたので、コロナ禍が落ち着いてきた時にも、比較的早く出社再開が進みました。コロナ禍は他にもさまざまな影響をもたらしましたが、今振り返ると、本当に企業としての強靱性を試されたなあと感じます。

オフィスに関しては、米国ではもっと大がかりな変化があり、2021年に本社をニューヨークからテネシー州ナッシュビルに移転しました。これは、単に賃料が安いからということではなく、先ほども申し上げたようにテクノロジーの重要性が増していく中、若いテクノロジー人材の供給が豊富に期待できる土地であること、そこで働く社員にとっての生活環境が優れていることなどが大きな理由です。新しい社員の多くは、必ずしも金融での

キャリアを目指して大学に行ったわけではなく、勤務地がニューヨークであったなら AB に来てもらえなかったのではないかと思います。

はじめは、運用チームは移転しない計画だったのですが、だんだん様子が分かってくると、運用チームのメンバーでもナッシュビル勤務を希望する人が増えてきました。もともと世界各地でメンバーが協業している運用チームも多いので、こうした移動はスムーズに進んでいます。将来は、他の運用会社でも脱ニューヨークが進むのではないのでしょうか。

——何か投資家へのメッセージはありますか？

今日は、「未来の運用会社」という切り口からお話させていただきましたが、私どもが常に考えているのは、運用会社は経済・社会システムの中でどのような役割を果たし、どのような価値を提供しているのか、資産運用会社とは何のためにあるのかということです。

近年、アクティブ運用はパッシブ運用に押され気味ですが、私どもはアクティブ運用がもたらす価値は間違いなくあると信じています。市場の非効率性の裁定や、プライベート・アセットなど新しい戦略の提供もそうですし、企業とのエンゲージメント、リサーチ・レポートやカンファレンス等による知識の共有、アイデア提供など、さまざまな形で今後も貢献していきたいと思っています。



Goldman Sachs Asset Management

ゴールドマン・サックス・アセット・
マネジメント株式会社
代表取締役社長

堤 健朗 様

KENRO TSUTSUMI



Profile

1992 年に福岡大学商学部貿易学科を卒業し、同年 4 月株式会社富士銀行（現みずほ銀行）入行。UBS 証券会社東京支店、クレディ スイス ファースト ポストン証券会社を経て、2003 年にゴールドマン・サックス証券に入社。金融法人営業部長、債券営業部長、営業副本部長を歴任し、2019 年より証券部門の営業副統括を務める。2007 年マネージング・ディレクター就任。2024 年 1 月より現職。

伝統的資産にもオルタナティブ資産にも強み

私は 2024 年 1 月 4 日にゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社の代表取締役社長に就任しました。1992 年に日本の銀行に入行したのち、外資系の証券会社を経て、2003 年にゴールドマン・サックス証券に入社してから 20 年以上に渡り、金融機関や機関投資家のお客さまと接する営業の最前線に立ってきました。ゴールドマン・サックスは投資銀行ビジネスや市場関連ビジネスではトップ 3 に入る世界的金融グループです。ゴールドマン・サックスグループの持つさまざまな機能を活用しながら、資産運用ビジネスを一層強化・拡大し、より良いサービスをお客さまに提供していくことが、私に課せられた使命です。

ゴールドマン・サックスは本社である米国ニューヨークをはじめ、世界 35 カ国以上、90 超の拠点に約 4 万 5,300 人の社員を擁し¹、企業や金融機関、政府機関及び個人といった多岐にわたる顧客層に向けて投資銀行業、証券業、資産運用業を中心とした幅広いサービスを提供しています。ゴールドマン・サックスで資産運用業務を担うゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントは世界中のお客さまの資産運用におけるパートナーとして、長期的な投資成果をご提供することをプライオリティとして掲げています。世界の主要拠点に 2,500 名超の社員を有し、広範で緊密なグローバル・ネットワークと幅広い専門知識を活かし、契約資産残高は 2.5 兆米ドル（約 350 兆円）を超えています²。伝統的資産の運用会社とオルタナティブ運用会社とでは得意とする顔ぶれは異なります

が、当社ではその両方のアセットクラスで強みを持っている点が大きな特徴です。伝統的資産によるインデックス運用やアクティブ運用だけでなく、プライベート・エクイティやプライベート・デットといったオルタナティブ資産を取り入れることで、お客さまの資産ポートフォリオ改善のお役に立てるはずで

150 年の歴史を持つ ブランド

1869 年（明治 2 年）にドイツからの移民であったマーカス・ゴールドマンが、ニューヨーク、マンハッタンの地下 1 室で事務所を開いたのがゴールドマン・サックスの始まりです。1999 年にニューヨーク証券取引所に株式を上場し、今では 150 年以上の歴史をもつ大手金融グループに成長しました。世界中の金融機関が多くの合併を繰り返してきた中、創業当時の社名がそのまま残っている数少ない金融機関の一つと言えます。上場するまではパートナーシップ制で運営されており、今でも当時のパートナーシップの企業文化を保持しています。ゴールドマン・サックスの 14 の経営理念は私たちの企業文化の

礎であり、今も世界中の全社員にとって精神的支柱となっています。なかでもチームワークを重視する姿勢は、ゴールドマン・サックスの企業文化の大きな特徴であり、チームワークを通じて世界中のお客さまにシームレスに高度なサービスを提供することができます。

お客さま第一主義を体 現する One Goldman Sachs のアプローチ

もう一つの一貫した経営理念は、“Our clients’ interest always come first”、つまりお客さま第一主義です。ビジネスの成功はお客さまに貢献してこそ得られるものだと考え、お客さまの利益を最優先に据えてきました。それは日本においても、またゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントにおいても変わりません。そのお客さま第一主義を発展させたのが One Goldman Sachs（ワン・ゴールドマン・サックス）です。お客さまに最高のソリューションとサービスを総合的に提供するため、部門間あるいは地域間の連携を深めグループ一丸となって最高の金融サービスの提供を目指す取り組みです。





これまで以上にお客さまにとっての選択肢や利便性の向上を図るために、数年前から推進しています。日本ではゴールドマン・サックス証券とゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントは別法人であり、連携が難しい状況にありましたが、お客さまのご意思によって、一体的な提案を進めることができました。投資銀行業務に長けたゴールドマン・サックスは、プライベート・エクイティにおいても優良な案件を数多く発掘できる立場にあります。その強みを生かして魅力的な投資機会をお客さまにご提供することに努めてまいります。

50 年の節目を迎えて

ゴールドマン・サックスが 1974 年に日本に駐在員事務所を開設してから、今年で

50 周年を迎えました。5 月には虎ノ門の新オフィスへの移転を完了し、社員一同気持ちを新たに業務に邁進しています。

日銀がマイナス金利を解除し、東証は市場改革を推し進め、株価は最高値を更新しました。日本の金融市場が大きな転機を迎えるなか、「資産運用立国」に向けた動きはいよいよ本格化しようとしています。銀行や証券と並び、アセット・マネジメントにも世の中の注目が集まっています。「貯蓄から投資へ」の大きな流れの中で、個人投資家の皆さまの資産運用のお役に立つだけでなく、年金基金向けには、ゴールドマン・サックスが世界中で展開している OCIO（Outsourced Chief Investment Officer）と呼ぶ運用業務のアウトソーシングビジネスを、日本向けにもアレンジしたスキームでご提供していきたいと考えています。ゴールドマン・サックスの総合力を活用して、お客さまのポートフォリオのパフォーマンス向上と、ひいては日本の資産運用立国を実現するために尽力していきます。

¹ 2023 年 12 月末現在

² 2023 年 12 月末現在、1 米ドル = 140.980 円にて円換算



改善する日本株の需給関係

三菱 UFJ 信託銀行株式会社
受託運用部 チーフストラテジスト

芳賀沼 千里 様

CHISATO HAGANUMA



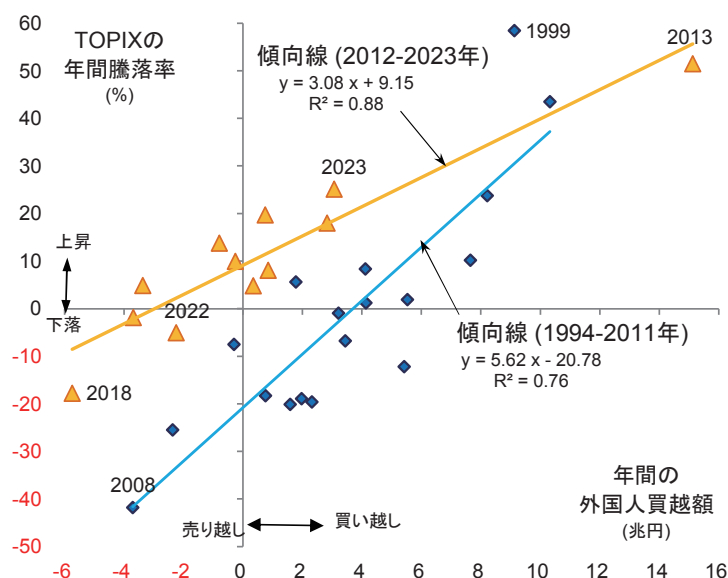
改善する日本株の需給関係

日経平均が34年ぶりに史上最高値を更新した。日本株の需給面では常に外国人投資家の売買動向が注目される。確かに2023年4～6月、2024年1～3月などは外国人投資家の買い越しが株価上昇を牽引した。しかし、2015年から2022年まで外国人投資家が現物市場で累計約15兆円売り越す中で、日本株は上昇基調を維持した。

年間のTOPIX騰落率と外国人投資家買い越し額をみると、1994年以降、両者には正の相関がある。日本株は外国人投資家が買い越した年に上昇する傾向がある。この対象期間を1994年～2011年、2012年～2023年に分けると、傾向線が上方にシフトして、その傾きが緩やかになってい

る（図表1）。傾向線に基づけば、外国人投資家が買い越しでも、売り越しでもない場合、TOPIXは前者の期間で20.8%下落し、後者の期間では+9.1%上昇したことになる。日本株を取り巻く需給関係は大きく改善している。

（図表1）年間 TOPIX 騰落率と外国人投資家の売買動向



注：外国人の買い越し額とTOPIX騰落率は年間ベース、騰落率は配当を含まない。対象期間は1994～2023年。
出所：東京証券取引所の資料より三菱UFJ信託銀行作成

エクイティ・ファイナンスの減少と自社株買いの増加

この要因として、第一に、エクイティ・ファイナンスの減少と自社株買いの増加が挙げられる。

日本では1990年代前半まで配当利回りやクーポンを見て、公募増資や転換社債発行などエクイティ・ファイナンスをコストの低い資金調達手段であると考えた企業が少なかった。当時、高い経済成長率や証券会社の営業姿勢を受けて、株価が上昇すると、エクイティ・ファイナンスは増加した。資産バブルのピークであった1988年と1989年には年間のファイナンス額が15.6兆円、24.5兆円に達した（図表2）。

その後、日本経済の低迷が長期化して日本株が大幅に下落したため、企業が設備投資を削減してエクイティ・ファイナンス額は大幅に減少した。年間ファイナンス額は2004～06年と2009年に6兆円を超えたが、

概ね5兆円以下で推移した。株価が上昇基調に入った2013年以降も年間ファイナンス額はこの範囲に留まり、上場企業の時価総額に対する比率が1%未満であった。

一方、利益の株主還元の一環として上場企業の自社株買いが増加した。自己株式取得実施額は2015年以降、エクイティ・ファイナンス額を継続的に上回るようになった（図表2）。2023年には前者が8.0兆円、後者が4.6兆円であった。

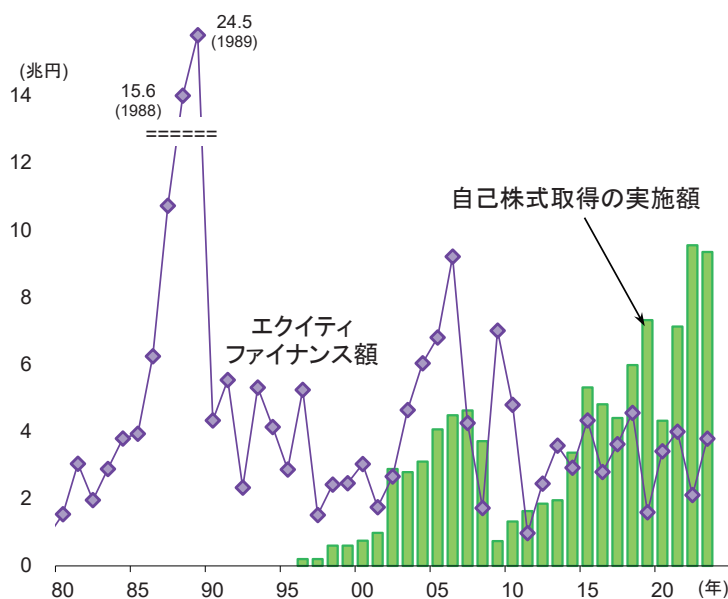
背景には、株主構造の変化と資本コストに対する企業の意識がある。株式持合い解消が進み、外国人投資家や国内の年金・投資信託の存在感が高まるに連れて、利益の株主還元への要請が強まった。機関投資家との対話を通じて、経営者は株主価値や少数株主の利益を理解するようになった。企業が安易なエクイティ・ファイナンスを発表すると、株価はしばしば大きく下落した。エクイティはコストの高い資本である。

資本効率を重視する企業が増えてきた。中期経営計画で公表している経営指標として「ROIC（投下資本利益率）」を挙げる企

業の比率は、「ROE」や「利益額・利益の伸び率」には及ばないが、2017年度の3.8%から2023年度に22.8%に上昇した（生命保険協会）。

また、日本の主要上場企業(MSCI Japan Index)は財務体質が堅固である。過剰な現預金の保有を批判される企業も少なくない。ネットキャッシュがプラスの企業の割合は、足許、米国や欧州で概ね15%～20%である一方、日本では過去数年間に小幅に低下したが、2023年にも依然として43.4%であった。日本企業は自社株買いを続ける余地が大きい。

（図表2）上場企業のエクイティファイナンスと自社株買い



注：2023年度の値は暦年ベース。～2023年。
出所：日本証券業協会、アイ・エヌ情報センターの資料より三菱UFJ信託銀行作成

エクイティ・ファイナンスと自社株買いは海外市場でも株式リターンに影響する。BCA Research の分析では、主要 33 カ国を対象として株式トータル・リターンを 7 つの要因に分けると、自社株買いが最も重要な要因であり、名目 GDP 成長率の影響は限定的であった（1997 ～ 2022 年）。中国やポーランドは名目 GDP 成長率が高かったが、エクイティ・ファイナンス額が大きい（自社株買いがネットでマイナスとなる）ため、リターンが低い。

金融機関の株式持合い解消と企業年金の日本株組入れ

第二に、金融機関の株式持合い解消や企業年金の株式組入れ引下げに伴う日本株売りが最悪期を脱した。

銀行と生命保険は 1990 年代後半以降、不良債権処理と自己資本規制強化を受けて保有株式を売却した。現物市場の売買動向をみると、都市・地方銀行と生命保険は 1997 年度から年平均で各々 7,120 億円、6,230 億円売り越した。特に金融システム不安が強まった 1999 ～ 2003 年度は都市・地方銀行の売り越し額が年間 1.3 兆円～ 2.2 兆円であった。全国銀行勘定の株式保有額は 1996 年度の 47.49 兆円から 2015 年度に 23.90 兆円、総資産に対する比率で 6.2% から 2.3% に低下した（2023 年度は 25.95 兆円、1.8%）。

株式分布状況調査をみると、銀行（除く信託銀行）の株式保有比率は 1996 年度の 15.1% から 2015 年度に 3.7%、2023 年度には 2.1% に低下した。生命保険の同比率は各々 11.1%、3.4%、

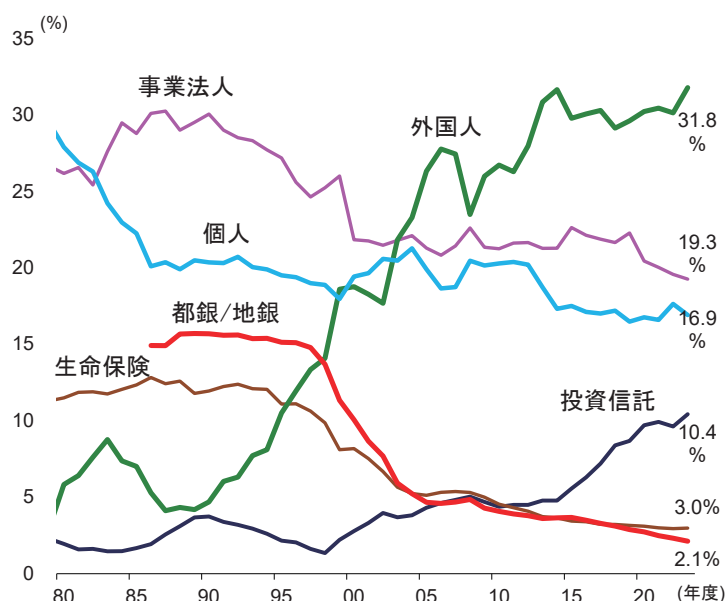
3.0% である（図表 3）。

また、企業年金が日本株を売却した。年金資金の動向を反映する信託銀行は 2003 ～ 06 年度と 2012 ～ 13 年度に年間 1.8 兆円～ 5.8 兆円の売り越しとなった。企業年金の国内株式の組入れ比率は 1999 年度の 36.5% から 2015 年度に 11.7% まで低下し、2022 年度に 9.3% となった。

退職給付会計（2000 年導入）により、市場下落が母体企業の損益や自己資本に影響を与えることになった。その後、IT 不況の中で世界的に株価が大きく下落して、企業年金の平均的な利回りが 2000 ～ 02 年度に 3 年連続してマイナスに落ち込んだため、企業年金は厚生年金代行返上など年金債務縮小、予定利率の引き下げによる運用リスク抑制を進め、日本株を売却した。また、2008 年の世界金融危機では世界的な株価下落局面で大幅な円高が進展し、分散投資のメリットを得られず、リスク資産の圧縮を加速することになった。

現在、株式持合い解消や年金の国内株式比率の引下げに伴う日本株の売り圧力は明確に低下している。

（図表 3）上場企業の主要主体別株式保有状況



注：信託銀行の値は投資信託と年金信託を除くベース。～2023年度。
出所：東京証券取引所の資料より三菱UFJ信託銀行作成

個人資金の日本株への流入

更に、今後、個人資金が日本株に流入する可能性が高い。

株式分布状況調査をみると、個人株主数は2008年度から伸び悩んでいたが、2014年度の延べ4,582万人から2023年度に7,445万人に増加した。その増減要因をみると、2016年度まで主に新規上場会社や株式分割の実施企業で株主数が増えたが、その後、流通市場で投資して株主となった個人が多いとみられる。

日本の個人はリスク回避的であると言われる。ただし、個人は1980年代まで自宅を購入し、不動産でリスクを取って資産形成を行った側面がある。国民経済計算年報をみると、1989年には地価上昇を受けて家計が保有する土地は1,485兆円に達し、資産全体の54.3%を占めた。現預金は476兆円であり、金融資産の47.9%を占めるが、資産全体の構成比が17.4%であった(図表4)。流動性を確保する必要があるので、土地などの非金融資産を含めれば、現預金の割合は極端に高い訳ではなかった。

その後、地価下落の長期化に連れて、不動産価格が上昇し続けるとみる土地神話が崩壊した。更に、空き家の増加など人口減少に伴う問題が表面化して、不動産を管理する手間が認識されるようになった。ただし、2010年代までデフレ経済が続いたため、実質購買力を維持する目的で資産を現預金で保有することは間違った判断ではなかった。

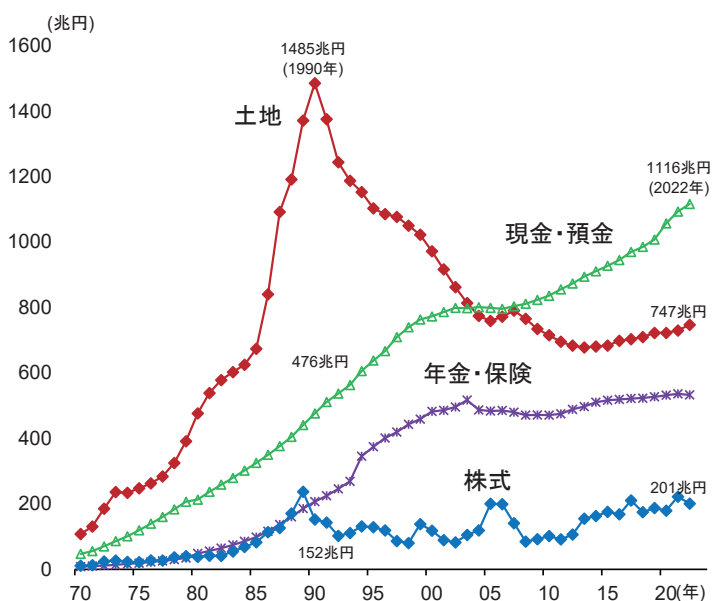
現在、家計が保有する土地と現預金は各々747兆円、1,116兆円と、資産に占める構成比が各々23.1%、34.5%となった(2022年)。資産

形成の重要性が認識される中、経済がインフレに向かえば、現預金や債券では実質購買力を維持できないので、日本株など有価証券で資産形成を行う個人が増えるだろう。

米国では株式投信(ミューチュアル・ファンド)やETFを通じて個人が株式に投資する。日本の場合、公募型株式投信は1990年代中頃まで株価下落を背景に資金流出が続いたが、1998年以降、資金の流入基調が続いている。株高や円安が進んだ2005~07年、2015年、2021~23年には年間7兆円超の資金がネットで流入した(除く日銀ETF買入、図表5)。

しかし、現物市場の売買動向をみると、2000年以降、私募投信も含まれるが、投資信託は日本株を殆ど買い越していない。個人資金は投資信託を通じて日本株以外の資産に向かってきた(日本では元本が毀損する可能性がある資産を組入れる投信が株式投信に分類される)。具体的には、2000年代中頃に主要先進国のソブリン債など外国債券、毎月分配型ファンドが人気化した2010年代中頃には米国REIT、2021年以降は米国株式など外国株式が資金流入の中心であった。

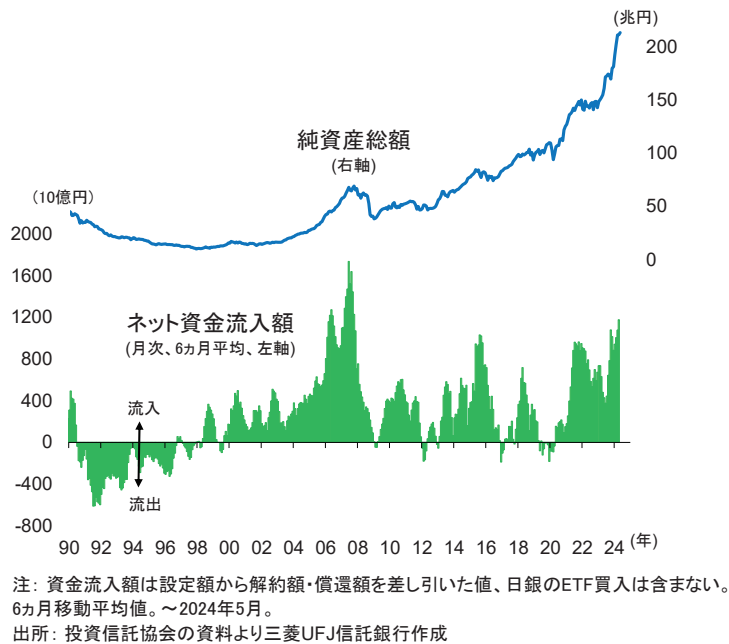
(図表4) 家計部門の資産残高



注: 株式は市場価格で評価。~2023年。

出所: 内閣府「国民経済計算年報」より三菱UFJ信託銀行作成

(図表 5) 公募株式投資信託の資金流出入額



今後、個人資金は日本株に向かうとみる。老後に備えた資産形成の重要性、インフレの可能性に加え、労働市場が流動化している。過去 20 年間、終身雇用を前提とする雇用制度を大企業が見直すに連れ、若い世代を中心に転職を経験する個人が増えた。年齢 35 ～ 39 歳の男性では平均勤続年数が 1991 年にピークをつけ、2001 年の 12.2 年から 2022 年に 10.1 年に低下した。転職を考えるのであれば、一定期間、会社に頼らずとも生活をできるような経済的な基盤を持つことが必要になる。

また、過去 10 年間、日本株の配当込みリターンは年率 8.6% である (TOPIX、2023 年末)。この間、円安が進んだため、通貨調整後のリターンでも米国株に劣るが、欧州株や新興株よりは高い。若い世代を中心に日本株のイメージは悪くない。2023 年に限れば、日本株の通貨調整後リターンは米国株を上回った。

現在、ドル円レートは 1 ドル = 150 円台後半にある。日銀が慎重ながらも金融緩和の修正に向かうことに加え、日本の貿易赤字が大幅に減少しているため、一段と円安が進む

可能性は低いだろう。為替リスクを取らない日本株投資の魅力は低くない。

更に、TOPIX の予想配当利回りは 2.24% と、10 年国債利回りを大きく上回る (5 月 31 日)。インカムゲインを重視する個人にとって、日本株の魅力は依然として高いと考える。

この環境下、NISA (少額投資非課税制度) が 2024 年 1 月から拡充・恒久化されて、個人の株式や投資信託への長期投資を支える制度が充実する。従来、一般 NISA では非課税保有期間が 5 年間であったが、NISA の口座開設期間が恒久化され、非課税保有期間が無期限化される。

投資枠も拡大される。年間投資枠は成長投資枠 (従来の一般 NISA) で 240 万円、つみたて NISA で 120 万円になり、各々従来の 120 万円、40 万円から拡大される。

日本証券業協会の調査 (大手証券 5 社・ネット証券 5 社) では、1 月から 4 月の NISA 口座の買付額は 5.71 兆円と、前年比 3.0 倍となり、うち約 45% が日本株であった (ETF、REIT を含む)。

日本株の PER は 1980 年代末に 50 倍を超えていたが、現在、約 15 倍に低下した。この間、利益が 3 倍以上に増加しても、株価は横ばいに留まることになる。しかし、バリュエーション修正を進めた需給要因は明確に改善していると判断する。現在、事業法人に加えて、国内の個人投資家が買い主体になると期待される。今後、日本株は循環的な調整局面を挟みながらも、長期的には企業業績の改善を反映して上昇する展開が見込まれる。

2024年度研究助成の対象を決定

2024年度研究助成への申請が33件あり、6月の各審査委員会による審査を経て、助成対象として9件を決定しました。

研究分野	応募件数	助成件数	研究テーマ	研究者（共同研究は代表者）
金融・経済	16	個人 4 共同 1	解釈可能な機械学習モデルの金融データへの適用：協力ゲーム理論を用いた新たな手法の開発と実証分析	早稲田大学 国際教養学部 准教授 篠 潤之介
			暗号資産市場におけるラフボラティリティの性質	広島経済大学 教養教育学部 教授 高石 哲弥
			国際開発金融機関の財務状況が各受入国への融資配分に与える影響	早稲田大学 商学部 教授 高瀬 浩一
			モメンタム戦略の開発とその有効性の検証	玉川大学 経営学部 准教授 岩永 安浩
			金融市場の進化と技術革新の因果関係	早稲田大学 アジア太平洋研究科 教授 菊地 朋生
家計経済	15	個人 2 共同 2	金融詐欺の被害における金融リテラシーの要因とメカニズムへの解明	九州大学 経済学研究院 教授 葉 聡明
			尊厳をもって老後を過ごす権利に基づく私法上の財産行為制度	立命館大学 法学部 教授 山田 希
			新学習指導要領による金融経済教育の効果測定：因果推論アプローチによる分析（共同研究3名）	実践女子大学 生活科学部 教授 高橋 桂子
			生活者の環境意識と金融行動（共同研究2名）	神戸大学 経済経営研究所 教授 家森 信善
郵便等	2	個人 0 共同 0	該当なし	該当なし



貯蓄経済研究部、ポスタル部、資産研究部

（ゆうちょ資産研究センターを資産研究部に名称変更しました）

第14回「名言はがき等コンクール」の 入賞作品の発表

「第14回 名言はがき等コンクール」に多くのご応募をいただき、誠にありがとうございました。
2954 件の応募作品の中から厳正な審査の結果、次の2作品が「はがき大賞」に選ばれました。
また、入賞作品75作品を含めて財団ホームページに掲載しました。

第14回はがき大賞

「はがき大賞」の賞品

★自由作品（一般の部）・課題作品：ギフトカタログ 20,000 円相当

★自由作品（ジュニアの部）：図書カード 5,000 円

おめでとうございます！



息子へ（課題／30代）



影での支え（ジュニア／10代）

次回の「第15回名言はがき等コンクール」は、**2024年10月1日**から
応募開始予定です。たくさんのご応募をお待ちしております。

◆ その他の入賞作品はコチラ ↓

URL : <https://www.yu-cho-f.jp/sozai/contest.php>



入賞作品集の
冊子も発行予定！

ポスタル部

編集後記

週末は妻と一緒に歩くようになった。カメラを新調し、気に入った景色があれば、ついでにシャッターを押す。5月から6月にかけて、薔薇を探しに散歩に出かけた。都内にはわずかではあるが戦火に合わずに残った洋館がある。旧古河邸もその一つで雨上がりの5月の週末は、開園直後にも関わらず、薔薇の花目当てに多くの人が訪れていた。

薔薇の花と言えば、赤、白、ピンクの3色ぐらいのイメージしかなく、その多彩さに圧倒されることとなった。目の前にある可憐なオレンジ色の花は、「プリンセス・ミチコ」とある。「東京農業大学バラ酵母 PM-1」を使って醸し出された日本酒でその香りを知っている。

薔薇の花から抽出した花精油は他の精油とよく調和し、歴代フレグランスの創作に必ずといっていいほど用いられるものらしい。ガブリエル・ココ・シャネルが、初代専属調香師のエルネスト・ボーに依頼したシャネルの5番は、ローズ・ドゥ・メとグラスのジャスミンを骨格として80種類以上のエッセンスを組み合わせで作られている。

「寝るときにまとうのは、シャネルの香水、N° 5 だけ」と『LIFE』誌のインタビューで答えたのは、あのマリリン モンローだ。

薔薇の香りにはリラックス効果があり、睡眠を促しその質を高める作用があるらしい。独リューベック大学の研究者が一部の学生に暗記中とその後の睡眠中に薔薇の香りを嗅がせて、そうしなかった学生と翌日に比較したところ、香りを嗅いだ学生の正解率(記憶力)が1割強向上した結果が出たとのこと(Science 誌掲載)。

モンローは、それを知っていたのだろうか。

(編集担当)



お問い合わせ先

2024 年 5 月 7 日より移転

〒162-0845 東京都新宿区市谷本村町 2-1 クイーポビル 9 階

一般財団法人ゆうちょ財団

電話 (代)03(6631)1000 FAX 03(6631)1007

注：この資料は特定の売買を推奨するものではありません。
この資料は当センターの著作物であり、無断で転載・複製することを禁じます。

非売品

印刷・製本：株式会社 太陽美術



一般財団法人ゆうちょ財団