

ゆうちょ 財団通信

Yu-cho Foundation Newsletter 2023.7



特別寄稿

日本郵政 増田社長

～若き日に教えられた仕事の基本～
「現場百回」

特別寄稿

みずほ証券 浜本社長

・学生時代は英語劇に没頭!
・生き甲斐は誰かの役に立つこと



六嶋 一聡 様 曾根 俊介 様

本社市場部門クレジット投資部
ゆうちょ銀行の市場運用



佐藤 秀樹 様 山崎 和恵 様

インベスコ・アセット・
マネジメント 三井住友信託銀行
資産運用会社の運用



稲垣 真太郎 様

みずほ証券
アナリストの視点

日本郵政株式会社
取締役兼代表執行役社長

増田 寛也 様

HIROYA MASUDA

若き日に 教えられた事



私は 1977 年建設省に入省し、5 年目の春、千葉県警への出向を命じられました。まだ独身で 20 代の若造でしたが、いわゆるキャリア官僚のため階級は警視です。他省庁からの出向者は、当時、東京の中野にあった警察大学校で一通りの訓練を受けてから赴任していました。ところが、私は直前の発令で何の予備知識もなく、いきなり県警本部で課員 90 名近い大世帯の交通指導課長です。部下が、まず敬礼の作法や拳銃の射撃法など警察官のイロハを本当に丁寧に教えてくれました。私にも、もちろん、警察手帳や拳銃、制服など一式が貸与されます。拳銃を扱えるのはこの出向期間しかありません。時間があれば警察学校にある射撃場に通い、建設省に戻る頃にはかなりの腕前になっていました。

当時の交通指導課の仕事は交通違反の取締り、ひき逃げなどの事故事件捜査、暴走族の検挙が主なものです。死亡ひき逃げ事件はだいたい真夜中が多いのですが、私も課内の捜査員を率いて現場に駆け付けていました。現場では、捜査員たちは、横一列に並び、はいくつばって虫眼鏡で車の塗装片やライトの破片を探します。雨の日でも寒風吹きすさぶ中でも、基本動作は変わりません。その上で、車種や色を絞り込み、一台一台車当たりして該当する車を地道に探し出します。素人の私





に捜査の指揮などできるわけがありません。部下で 50 代半ばの交通捜査一筋のベテラン指導官が、実際の指揮をとります。彼はいつも言っていました。「現場には必ず宝が落ちている。行き詰ったら、何度でも現場に戻るんです。我々の世界では現場百回と言うんですよ。」

土曜の夜から日曜の未明には覆面パトカーに乗り、暴走族を追跡しました。工業団地内の一般車がほとんど通行していない道路で交通機動隊の車両と連携して挟み撃ちするためには、周囲の交通量や道路状況を完全に把握していませんとできません。千葉大学医学部でのひき逃げされた遺体の司法解剖にも立ち会いました。専門用語が飛びかう中で受傷部位と車両の位置関係を覚え込みました。出向期間はわずか 2 年間でしたが、「現場百回」という仕事の基本を徹底的に教え込まれた貴重な 2 年間でした。

1986 年から 4 年半、建設省から茨城県の鉄道交通課長に転出し、筑波研究学園都市と都心を結ぶ常磐新線（現在のつくばエクスプレス）の建設を担当しました。当時、建設に熱心だったのは茨城県だけで、運輸政策審議会の答申にはやっと盛り込まれましたが、





沿線の東京都、千葉県、埼玉県の反応はとても冷やかかでした。まさにゼロからのスタートを強いられたのです。そこで、まず、東京都を口説き落とそうと狙いをつけ、鉄道待望論がある浅草の商店街に足を運んで女将さんたちに協力を求めたり、沿線自治体の首長や議員と頻りに会い支持を拡げていきました。また、地図を片手に他県の建設予定地を走り回り、自治体や商工団体などにも協力を呼びかけました。その間、他県からは「茨城県の課長が出てきて、自治体や関係団体をおおっている」と苦情を受けたことも一度や二度ではありません。そんな奔走の甲斐も有ってか、見切り発車ではありましたが、四都県の出資で、まず、事業主体となる第三セクターの鉄道会社（首都圏新都市鉄道株式会社）を設立するところまで漕ぎ着けました。ここまで4年半かかり、私は建設省に戻ったのですが、その後、会社を中心に関係者が逡巡する国の背中を押し続け、2005年に見事開業の運びとなりました。距離にして約60km、首都圏の鉄道空白地帯を通る鉄道として審議



会の答申から 20 年で開業し、現在、多くのお客様に利用されています。また、沿線地域も人口増加となっている姿を見ると、当時の苦労など吹き飛んでしまいます。同時に、「千葉県警での経験がなければ、あれほどしつこく現場に向かうこともなかったのかな」と思ったりもします。

1994 年 12 月に建設省を退官し、翌年 4 月、岩手県知事に当選しました。まず、最初に取り組んだのも東京、神奈川、埼玉、千葉の一都三県を合わせたよりも広い岩手県をくまなく回ることでした。両親の出身地ではありませんが、私自身は住んだことはありません。地域の人とひざをつき合わせ、話を聞くところから始めました。知事としての 3 期 12 年間は、情報公開を進め、県政の見える化により県民からの信頼感を高めることに注力しましたが、一方で、足元では子どもが減り、小中学校がいくつも統合されていきました。みこしの担ぎ手が確保できず、祭りが次々と消えていく寂しさも味わいました。知事を退いた後、日本創成会議を立ち上げ、「2040 年以降、全国の自治体の半数が消滅する可能性がある」とする推計を公表し、消滅可能性都市のいわゆる「増田リスト」を世に問うたのは、「人口が減る地方の厳しさを知った」岩手県知事時代のことがベースになっています。

日本郵政の社長に就任したのは 2020 年 1 月でした。かんぽ生命の不祥事などによりグループ全体が意気消沈していましたので、直ぐにでも全国の郵便局を回りたと思った矢先に新型コロナの発生。最初の 2 年間はほとんど現場に足を運ばず、本社で悶悶とした日々を過ごしました。昨年の半ば頃からは、やっと地方の過疎地域や離島にある郵便局を訪問することができるようになり、今は可能な限り、毎週 1 回は地方に出掛けています。現在まで約 150 局ほどの郵便局で社員から話を聞くことができました。郵便局の長い歴史を見ると、「縁の下の力持ち」としていつも身近で地域を支える存在として信頼を得てきました。これからもその役割が変わることなく続けていかなければなりません。若き日に学んだ「現場百回」の精神を胸に刻み、これからも現場の社員との対話からヒントを得て経営に活かしていくつもりです。



みずほ証券株式会社
取締役社長

浜本 吉郎 様

YOSHIRO HAMAMOTO

私のプロフィール

学生時代

学生時代は、英語劇に没頭していました。元々英語には関心があったので ESS に入部し、ディベート/ディスカッション/スピーチも魅力がありましたが、映画・ミュージカル等エンターテインメントに強く惹かれ、ドラマセクションで 100 人を超す仲間達とブ



大学時代 ESS

ロダクション運営に携わりました。役者・舞台裏・総監督と務め、1年生と3年生時に大学リーグで優勝したのも良い思い出です。

銀行への就職、そして証券会社へ

大学卒業後、日本興業銀行に入行、経理部に配属されました。そこでバブル崩壊を経験し、不良債権処理に係る対応に追われる日々





を過ぎました。また、既に世の中が銀行離れを起し始め、企業の成長資金調達の主戦場は資本市場であることを体感し、ファイナンスの最先端である米国で学ぼうと、海外留学に挑戦しました。同期や先輩からも「これからは証券だ」と助言され、留学後、興銀証券に異動することになりました。これが、私の証券マンとしての始まりです。

誰かの役に立つ

私は生き甲斐として、成長していくことと、誰かの役に立つということ意識しています。日々通い、お話を聞き、発行体や投資家のお客さまのことを良く知ろうと心がけてきました。そして、お客さまが何を求め、何をすれば安心するのかを考え、お客さまの疑問や課題に正面から向き合ってきたつもりです。

そうしていくうちに、競合他社にプライスで負けていても、「浜本君に任せるよ」と言って頂いた時は、普段の努力が実り、自分が信頼を頂戴できた証左のような感じがして、嬉しく思ったことをよく覚えています。

資産所得倍増への挑戦

政府が推し進める資産所得倍増プラン。我々みずほ証券も資産所得倍増に向け、挑戦しています。

日本が長らく挑戦し、必ずしも上手くいかなかった「貯蓄から投資」の流れを促進することで、個人の豊かな家計資産の形成、企業へのリスクマネー流入を通じた成長を実現

し、日本再浮上のきっかけにできればと考えています。

ビジネス展望

今年度より新中期経営計画を開始しています。

我々の強みであるグローバル CIBのもと、お客さまのトランジション起点の構造改革やミドルキャップ、イノベーション企業の成長に貢献していきます。

資産所得倍増への挑戦として、一層顧客本位の営業を推進し、お客さまの資産形成を支援していきます。これらを通じて、お客さま、社員を含む、全てのステークホルダーのご期待に沿えるよう、尽力して参ります。



ゆうちょ銀行の市場運用

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。
今回はクレジット投資部をご紹介します。

クレジット投資部

基本データ（社員数や業務内容）

〈社員数〉 57名

〈業務内容〉

インハウス・委託運用を通じてクレジットリスクを収益源泉とする商品（国内・外国社債、証券化商品等）へ投資を行っています。

厳しい運用環境が継続する中、地域や業種、個別企業の信用力等の分析のほか、社債スプレッドの動向等の分析を日々実施、リスク対比のリターン等も加味しながら投資を実行し、ストレス耐性があり、安定的な収益を得

られるポートフォリオ構築に貢献しています。

長期投資を行う機関投資家として、ESG投資を推進し、気候変動や生物多様性等の環境問題、人権侵害等の社会問題に適切に対応するとともに、投資先とのエンゲージメントを通じて、投資先の持続可能な成長や社会課題解決に向けた活動への後押しにも取り組んでいます。





常務執行役員
クレジット投資部長
六嶋一聡



常務執行役員
クレジット投資部企画役
曾根俊介

当部はクレジット投資を通じて安定的な収益を確保し、当行の収益性・健全性を支えているほか、世の中の企業へ資金を提供することでサステイナブルなグローバル経済、国際社会への貢献を目指しています。

当部の運用資金は巨額であり、その巨大な運用ポートフォリオ構築のため、日々変動するマーケットを見極め、個別企業への投資判断に携わるという重要な責任を担うことはやりがいを感じるとともに、継続的にマーケットや投資にかかる知識の習得を必要とする環境に身を置くことができ、自己の成長を促すことのできる職場だと感じています。部員一人ひとりが運用のプロフェッショナルだと言える幅をどんどん広げ、能力と個性を存分に発揮できる場となるよう心がけています。



もともとインハウスと委託運用で別々の部でしたが、統合して50名を超える大所帯の組織となりました。部員は多く、扱っている投資対象も多岐にわたりますが、チームを

えて意見交換し、部全体で団結して、より良いポートフォリオを構築できるよう業務に励んでいます。

資産運用会社の運用



インベスコ・アセット・マネジメント株式会社
代表取締役社長 兼 CEO

佐藤 秀樹 様

HIDEKI SATO



皆様には、平素より格別のお引き立てを賜り厚く御礼申し上げます。

2022年11月、「新しい資本主義」の実現に向けた、「資産所得倍増プラン」が決定しました。現在日本の金融資産の半分以上を占める現金・預金を投資に振り向けることにより、企業と個人資産の成長を両立させようという取り組みです。日本政府は5年間でNISA総口座数1700万口座と買付額28兆円を倍増させ、総合口座数3400万口座かつ買付額56兆円を目指しています。また、これらの目標を通じて、中間層を中心とする層の安定的な資産形成を実現するため、長期的な目標として資産運用収入の倍増も見据えています。

2000年から2021年までの約20年間、日本の家計金融資産は1.4倍に増加しました。また、運用リターンによる家計金融資産は1.2倍で、倍増からは遠い結果です。一方、米国の推移を見ると、家計金融資産が3.4倍へと伸びており、運用リターンによるものは2.6倍となり、改めて日本の一歩も二歩も先を行っている状況が分かります。

この差はどこから生まれているのでしょうか。最も大きな要因と考えられるのは、先にも触れた日本人の金融資産の半分以上が、現金・預金に置かれているという点です。米国では現金・預金が12.8%、株式、債券、投

資信託の合計が43.2%を占めますが、日本では現金・預金が54.9%と半分以上です。

この差を鑑みると、銀行や資産運用会社などが一体となり、金融業界として果たすべき役割の大きさを感じています。

日本進出40周年を 迎えるパーパスをもつ 資産運用会社インベスコ

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社は、米国アトランタを本拠地とする独立系運用会社インベスコ・リミテッドのグループの一員です。インベスコ・リミテッドは、ニューヨーク証券取引所に上場しており、米国の株式市場の代表的な指数であるS&P500種株価指数の採用銘柄にもなっています。世界20カ国以上の拠点で資産運用サービスを展開し、運用資産は2023年3月末で1兆4,830億米ドル（約200兆円）を誇ります。

インベスコ・グループは、「素晴らしい投資体験を通じて、人々の人生をより豊かなものにする」ことを会社の存在意義（パーパス）として掲げ、独立系の運用会社としての強みを活かし、『お客様本位』の考え方に立って

堅実に資産の成長に貢献するために、資産運用ソリューションを行ってきました。

インベスコ・グループの日本における歩みは、1983年に日本事務所を開設した頃にさかのぼり、2023年で40年を迎えました。日本進出後の市場環境は決して平坦な道のりではなく、アジア通貨危機、ITバブル崩壊、世界金融危機、欧州債務危機等、様々な試練に直面してきました。しかし、こうした環境下においても、日本市場へのコミットメントをインベスコ・グループの一員として強化して参りました。そして、現在、日本において40年にわたって培った経験と、グローバルに展開し長い歴史と実績に裏付けられたグループの卓越した運用力を活かし、国内外の株式や債券等の伝統的な資産の運用から、バンクローン、不動産、ダイレクトレンディングをはじめとしたオルタナティブ等の非伝統的な資産の運用まで取り揃え、個人投資家のもとより、機関投資家の皆様も含めて、投資家が抱える課題やご要望にお応えできる幅広い投資商品・サービスの提供に努めております。その結果、2023年3月末現在、弊社ではお客様より約8兆円の運用資産をお預かりしています。

インベスコの歴史と多様な運用戦略を育むカルチャー

「インベスコ」は1978年、シチズンズ・サザン銀行の運用部門が独立し、アトランタに新たな会社を設立した際に誕生した名前です。創立者チャールズ・ブレディと8名のパートナーで案を出し合い、“Invest”（インベスト、投資）と“Company”（カンパニー、会社）を組み合わせることで“インベスコ（INVESCO）”としました。当時の運用資産は4億米ドルでしたが、今日では世界でも有数の資産運用会社となり、世界中で約1.5兆米ドルの運用資産をお預かりしています。社名が誕生した時から一貫し、独立系の資産運用会社として純粋に投資と向き合い、お客様の投資目標達成を目指しています。お客様ニーズを満たす上で、インベスコは様々な企業との統合を重ねながら拡大し、多くの運用手法をご提供できる体制を整えてきました。

複数の会社を統合するにあたり、合併が円滑に進むかどうかはビジネスを拡大する上で



非常に重要です。インベスコはこれまでの歴史の中で、多くの企業や部門を統合し相乗効果を生み出すにあたり、各社・各部門の歴史と伝統を重んじ、各運用チームの独自の運用哲学を活かし、インベスコらしさを押し付けるのではなく、統合先企業の良さを残すことを重要な軸としてきました。

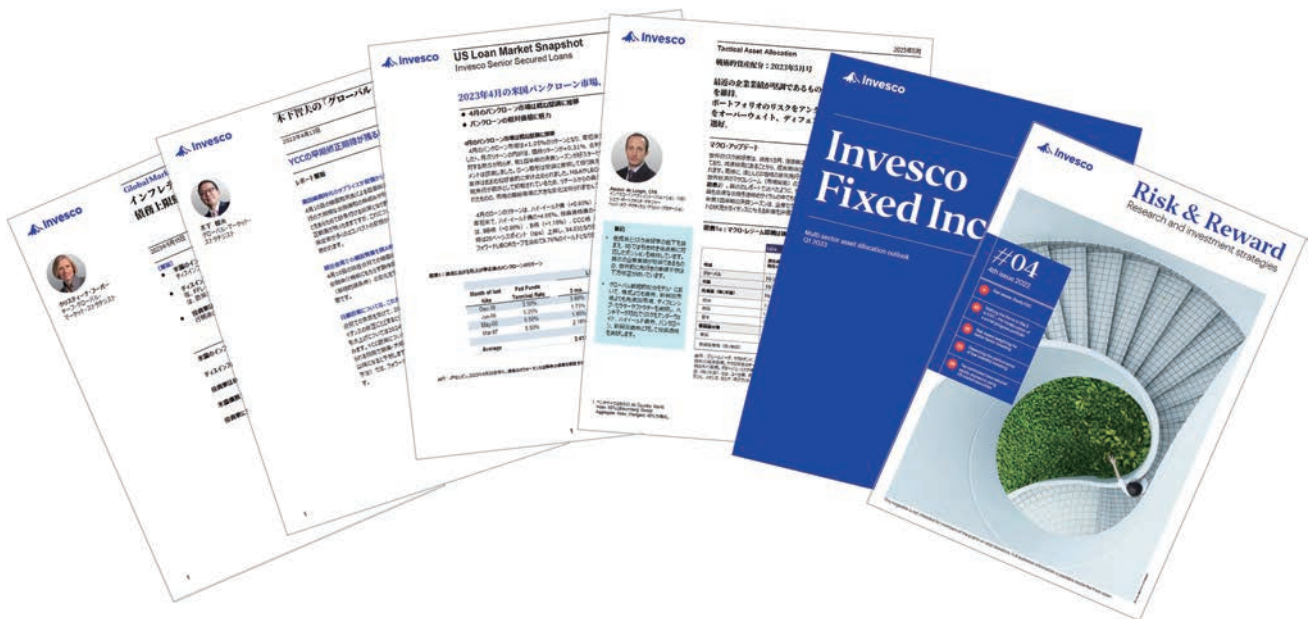
そのため、会社のカルチャーとしては、思考の多様性 (Diversity of Thought) を柱の一つとして大切にしており、「あらゆる可能性を考える広い心」を持つことを良しとし、様々な意見・考え方を尊重する風土があります。これが結果としてお客様ニーズに合わせた多様な運用戦略をご提供できる素地になっています。

インベスコの多様な運用手法とその特徴

インベスコでは、この思考の多様性に裏打ちされながら、お客様のご要望にお応えできるよう、国内外の株式や債券等の伝統的な資

産の運用から、バンクローン、不動産、プライベートエクイティをはじめとしたオルタナティブ等の非伝統的な資産の運用までを取り揃え、グローバル株式運用、日本株式運用、債券・クレジット運用、不動産運用、マルチアセット運用、ファクター運用、インデックス・ETF によるソリューションと幅広い商品・ソリューションをお客様にご提供しています。

特に、債券・クレジット運用はインベスコの中核運用拠点の一つであるインベスコ・フィックスト・インカム (IFI) が担っており、30年以上の歴史を有し、幅広い運用戦略をご提供しています。約90名の業界最大級のクレジット・アナリスト部隊を抱え、金融、ヘルスケア、小売、工業、エネルギー・公益、通信・メディア・テクノロジー、不動産の7業種、先進国と新興国、投資適格債とハイ・イールド債を網羅するグローバルで強固な体制を有しています。また、バンクローンについては、バンクローン専任部隊として、世界最大の運用チームを誇ります。最近では、ESGにも力を入れ、債券 ESG やバンクロー



ンESGにも積極的に取り組んでおり、ESGを内包する投資にも注力しています。

債券に加えて不動産運用については、インベスコの不動産運用部門（IRE）は1983年から約40年の実績を持っており、世界16ヶ国21拠点に約600名の不動産専門スタッフを配置するグローバルかつローカルな体制を有します。

IREは、さまざまな不動産運用戦略において豊富な経験を有しています。米国、欧州、アジアの3地域において、コア運用戦略、バリュー・アッド運用戦略、オポチュニスティック運用戦略、デット戦略といった、お客様のリスク許容度に対応した様々な運用戦略を提供しているだけでなく、グローバルな証券運用戦略も提供しています。

インベスコは、実にこうした幅広い運用手法をご提案できる体制を整えており、お客様のお悩みに対して、解決の糸口となるご提案をさせて頂くことが出来るものと思います。

また、運用戦略だけではなく、ソートリーダーシップ（Thought Leadership）の取り組みとして、マクロ環境や、各アセットクラスごとの市場動向、あるいはマーケットのテーマ、トピックス等に独自の分析を加えたレポートや、ケンブリッジ大学や外部機関と提携しての示唆に富むレポートなどをデジタルツールなども活用しながらタイムリーに提供し、ご要望に応じた研修／トレーニングも提供しています。

弊社は、今後もインベスコ・グループの一員として、「素晴らしい投資体験を通じて、人々の人生をより豊かなものにする」ことを会社の存在意義として掲げ、『お客様本位』の考え方に立って総合的な資産運用ソリューションをご提供して参りたいと考えております。

引き続きご愛顧のほどよろしくお願い申し上げます。



三井住友信託銀行

三井住友信託銀行株式会社
受託資産運用部長

山崎 和恵 様

KAZUE YAMAZAKI



三井住友トラスト・グループの資産運用ビジネス

三井住友信託銀行受託資産運用部で部長を務めております山崎です。受託資産運用部は、主に、公的共済や非営利・金融法人といった機関投資家のお客さまへの運用提案やファンド管理等のポートフォリオマネージ業務を担っています。今回、三井住友トラスト・グループ（以下、当グループ）の資産運用ビジネスをご紹介させていただく機会をいただきありがとうございます。

当グループにおいては、2018年10月、グループの成長事業である資産運用ビジネスの強化を目的として、三井住友信託銀行の資産運用機能を分割し、グループの運用会社である三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社（以下、SuMiTAM）に統合しました。SuMiTAMでは、パブリックアセット中心にインハウス運用強化、スチュワードシップ活動強化を図っている一方、三井住友信託銀行では、アウトソースプロダクトやプライベートアセットの強化に力を入れています。昨年は、オルタナティブアセットの運用において世界トップクラスの実績を有するApollo Global Management, Inc.（以下、Apollo）等との業務提携と同グループが運用するオルタナティブアセットポートフォリ

オへの15億ドルの投資を決定、投資家のお客さまへのソリューション力強化に取り組んでいます。まず、こうした取り組みの背景をご説明したいと思います。

信託グループとして目指すありたい姿

当グループは「信託の力で、新たな価値を創造し、お客さまや社会の豊かな未来を花開かせる」というパーパスを定めています。本パーパスのもと新たに策定した中期経営計画において、「①フィデューシャリーとしてステークホルダーから信頼される存在」、「②将来世代も包摂する全ての人のWell-being向上に貢献」、「③資金・資産・資本の好循環を促す社会インフラ」の3項目をありたい姿として定めて、お客さまへの付加価値提供とともに、新たな市場や需要の創造に取り組んでいます。

当グループは信託グループとして、銀行、資産運用、不動産といった多彩な機能を有していることから、資金・資産・資本が動くあらゆる市場、インベストメントチェーンに関わっています。例えば、主にパブリックアセットの運用を担うSuMiTAMでは、スチュワードシップ活動やインパクト投資をはじめとするESGプロダクトの提供を通じて企業価値

存在意義(パーパス)

信託の力で、新たな価値を創造し、
お客さまや社会の豊かな未来を花開かせる



向上を促し、お客さまの投資リターン最大化への貢献とともに、市場の底上げやESG課題解決への貢献を目指しています。また、前述のApolloとの業務提携についても、お客さまへのソリューション力強化といった目的に加え、本件投資を呼び水とした投資機会の多様化、収益機会の提供等を通じ、当グループが目指す「資金・資産・資本の好循環」の促進を目指しており、グループをあげてインベストメントチェーンの発展に取り組んでいます。

信託グループとしての 三井住友信託銀行の資 産運用ビジネスの特長

当グループは資産運用残高127兆円^(※1)、資産管理残高248兆円^(※2)の国内最大級の資産運用・資産管理機関です。信託グループの中核である当社、三井住友信託銀行の資産運用ビジネスの特長として、まず、「運用・管理一体運営」が挙げられます。

お客さまが運用拡張・分散投資を進めるにつれ、事務やモニタリングといった管理負担

は増していきます。特に、プライベートアセットの浸透とともにその負荷は大きいものになっていると思います。さらに近時は社内外への説明責任や透明性が求められ、分かりやすい情報開示が必要になっています。当社は、管理が一体となった資産運用スキームやゲートキーパー機能をご提供することで、こうした管理面での課題解決も含め、お客さまの資産運用のパートナーといった存在になることを目指しています。

次に、「コンサルティング型」という点も特長といえます。当社の機関投資家向け資産運用ビジネスは企業年金運用をベースに発展してきました。1990年代の規制緩和や、1999年からのITバブルとその崩壊、そして2000年以降の世界同時株安を受け、企業年金の資産運用は、それまで主流だった内外債券・内外株式のバランス型分散投資では立ち行かない時代になりました。こうした大きな環境変化は資産運用会社にビジネスモデルの変革を迫ることになりました。当社は、お客さまの運用課題解決のための最善のソリューション提供をできるように、自社プロダクトに止まることなく、オルタナティブ運用も含めたアウトソースプロダクトを幅広く提供するビジネスモデルにいち早く転換、



2000年にはアウトソースプロダクトの提供を開始しています。このビジネスモデルの根幹は、お客さまの運用資産全体を俯瞰した上での運用課題の発掘・分析・提案という、お客さまサイドにたったコンサルティングであり、「運用・管理一体運営」と併せて信託グループとしての当社の特長といえると考えています。

SuMiTAMのSS活動/ESGへの取組

ここまで、信託グループとしての当社の資産運用ビジネスの特長について述べて参りましたが、2018年10月に資産運用機能を分社化して以降、当社の運用を再一任しているSuMiTAMのステュワードシップ活動についてご紹介したいと思います。SuMiTAMは、「責任ある機関投資家」として、エンゲージメント、議決権行使、投資の意思決定におけるESGの考慮を3本柱にステュワードシップ活動を推進しており、この活動を通じて、お客さまからお預かりする資産の中長期的な投資リターン最大化を目指しています。SuMiTAMの資産運用残高は85.9兆

円^(※3)で、うち、約8割を機関投資家のお客さまが占めています。機関投資家のお客さまからはパッシブ運用の受託も多く、そのため、SuMiTAMのステュワードシップ活動は、企業への働きかけによる個別企業の企業価値向上と同時に市場全体の底上げに資する活動を展開しています。また、SuMiTAMは国内株式と同規模の外国株式パッシブを受託しており、グローバルイニシアチブにも積極的に参加しています。TCFDを基に温室効果ガス排出量の多い企業に情報開示を求める協働エンゲージメント団体Climate Action 100+では、日本の運用機関から唯一グローバル・ステアリングコミッティ（運営委員会）に参画していることに加え、日本を含むアジア企業に対する協働エンゲージメントでリード・マネージャーを担うなど、リーダーシップをもって活動しています。

さらに、選別集中投資のアクティブ運用ではエンゲージメントを超過収益源泉とするインパクト投資も提供しており、SuMiTAMは、ステュワードシップ活動による市場底上げといったトップダウンと、アクティブ運用を通じた企業への働きかけによるボトムアップの両面で、お客さまのリターン最大化と同時に豊かで持続的な社会実現やインベストメントチェーン発展に取り組んでいます。

最後に

新型コロナウイルスの感染拡大やロシアによるウクライナ侵攻は、社会・経済から人の生活様式に至るまで大きな変化をもたらしました。このように環境が大きく変化する時にこそ、ぶれない軸が大切です。信託とは「信認」を基礎とするものです。当グループは、投資家のお客さまのリターン最大化、新たな投資機会の提供といった運用課題の解決に取り組みお客さまからの信認を得るとともに、資金・資産・資本の好循環を生みだし社会からの信認を得られる存在になれるよう、日々挑戦しています。

(※1) グループ会社合算

(※2) 信託財産残高。資産管理専門信託銀行は信託財産に多くの再信託受託分を含むため除外

(※1)、(※2)とも2022年3月末現在

(※3) 2023年3月末現在

2023年度 研究助成の対象を決定

2023年度研究助成への申請が32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	19	個人 5	革新的な金融商品の出現と金融危機：RMBS、MBS、ABS データを用いた検証	慶應義塾大学 商学部 教授 寺西 勇生
			インフレターゲット政策の信頼性と長期の低インフレ状態	関西大学 経済学部 教授 中川 竜一
			企業・経営者の株価予測と金融市場	明治大学 商学部 専任教授 土屋 陽一
			日本銀行によるETFの保有のストック効果	慶應義塾大学 経済学部 教授 一上 響
			地方銀行における農業金融参入の実態と要因の解明	東京農業大学 国際食料情報学部 助教 犬田 剛
家計経済	8	個人 1 共同 2	個人の貯蓄行動に地域コミュニティ活動が及ぼした影響：近代における三等郵便局（現特定郵便局）の活動に注目して	中央大学 経済学部 准教授 田中 光
			生活保護世帯における子育て家庭の貯蓄に関する研究－子どもの大学等の進学へ向けた貯蓄に焦点をあてて－（共同研究）	周南公立大学 福祉情報学部 准教授 牛島 豊広
			相続・事業承継にみる女性と財産－高齢者の資産管理との関係から－（共同研究）	一般社団法人 現代生活学研究所 所長 上村 協子
郵便等	5	個人 1	「特別あて所配達郵便」を活用した郵送調査の実用化に向けた実験的研究	立教大学 社会情報教育研究センター 助教 渡辺 健太郎



コロナ後の日本経済の回復に潜む 落とし穴、植田日銀新体制は スロースタートか／FRBは 利上げ判断の答え合わせをする ステージへ

みずほ証券株式会社
シニアマーケットエコノミスト

稲垣 真太郎 様

SHINTARO INAGAKI

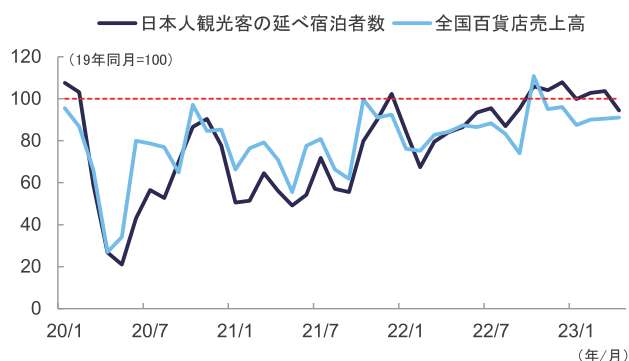


5月8日に新型コロナウイルスの感染症法での扱いが2類から5類に引き下げられ、本稿執筆時点で1カ月以上が経過した。海外と比べて遅れを取ったものの、3年以上続いた感染症流行（パンデミック）に伴う様々な規制の大部分がついに取り払われた。人々がコロナ前の生活を取り戻そうとしていく中、日本経済は順調に成長していくのだろうか。筆者はそう簡単に回復を遂げるとは考えていない。以下では、パンデミックの影響を強く受け、足元では回復傾向がみられる、個人消費、サプライチェーン、インバウンド消費について、今後の日本経済の回復に潜む「落とし穴」となりそうな点を述べていく。

人々の行動は戻り始めるが、“おさいふ事情”は厳しい

コロナ前の状態に向けて、旅行産業や外食産業を中心にその動向が見え始めている。宿泊旅行統計における日本人観光客の延べ宿泊

図表1：日本人観光客の延べ宿泊者数、全国百貨店売上高

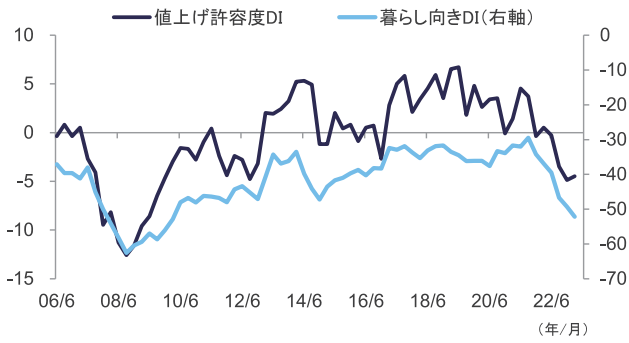


出所：観光庁、全国百貨店協会よりみずほ証券金融市場調査部作成

者数は4月（速報値）で3,724万人とコロナ前の19年4月対比▲5.5%となった（図表1）。2月、3月はコロナ前の同月をすでに上回っていた。全国百貨店売上高は4月時点でコロナ前対比で9割程度まで回復。そのほか、5月の大型連休（ゴールデンウィーク）中には、鉄道、航空ともにコロナ前の水準までほぼ回復した。

このように人々の行動は概ねコロナ前の状態に戻りつつあるとみられる。1-3月期の実質GDP成長率（2次速報時点）を見ても、内需の柱である個人消費が前期比+0.5%

図表 2: 「生活意識に関するアンケート調査」



注: プラスに振れるほど値上げ許容度は高く、暮らしにおけるゆとりがあることを示す
出所: 日銀よりみずほ証券金融市場調査部作成

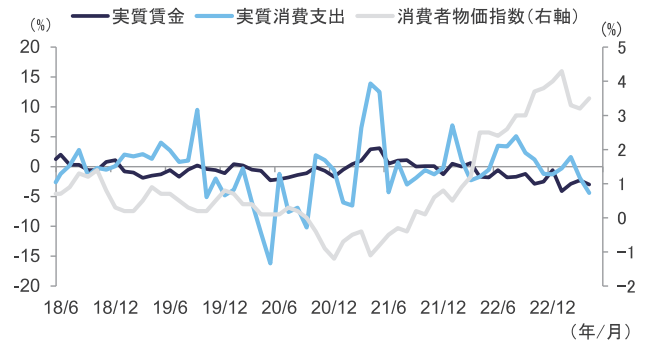
と2四半期連続で伸び率が上昇しており、緩やかではあるが、順調に回復している。

しかし、筆者はこうした状況が長くは続かないとみている。日銀の「生活意識に関するアンケート調査」では、昨年6月に黒田日銀総裁(当時)が世間から批判を受けた「家計の値上げ許容度」が確認できるが、直近4月調査の結果は▲4.5と計算できる。黒田総裁(当時)の発言した時とは一転し、マイナスの推移が続いていることが分かる(図表2)。同調査で、暮らしのゆとりについて聞いた「暮らし向き」もDIが▲52.2と6期連続で悪化しており、家計に余裕があるようには見られない。行動制限で積み上がった貯蓄(いわゆる強制貯蓄)が個人消費を支えるという見方もあるが、根強い将来不安の存在に鑑みると、これも恒久的に消費増加に繋がるわけではない。

また、足元の個人消費の回復はペントアップ需要に支えられている面がある点にも注意したい。特に観光需要を強める効果があった「全国旅行支援」はペントアップ需要を過剰に強めた可能性もあり、将来の需要を「前借り」していた可能性も少なからずあるとみられる。昨年10月から始まった全国旅行支援はまもなく終了する予定であり(すでに終了している地域も多数ある)、割引が無くなった後に観光需要の冷え込みが見られる可能性には注意したい。

今年は賃上げが進む動きも見られたが、物

図表 3: 実質賃金、実質消費支出、消費者物価指数(前年同月比)



出所: 日銀、総務省よりみずほ証券金融市場調査部作成

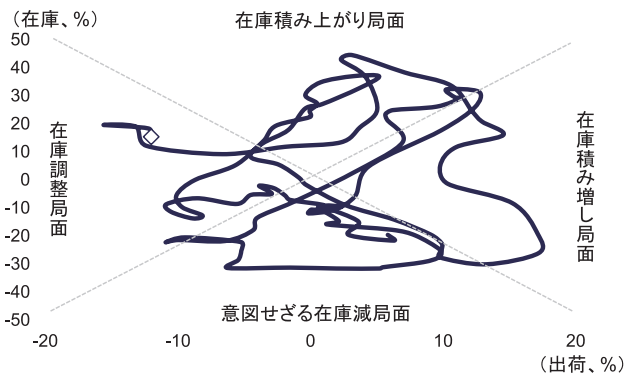
価の上昇幅と比べると小幅な動きにとどまっております。物価変動の影響を除く実質ベースで見た賃金は、前年同月比で13ヵ月連続のマイナスが続いている(図表3)。こうした中、直近4月の家計調査では、実質消費支出が前年同月比▲4.4%と21年2月以来の下落幅となった。個人消費の回復が続かなければ、日本経済は「低空飛行」を続けると考えられる。

サプライチェーン混乱は解消に向かうが、外需の減退に懸念

コロナ後に生じた半導体などの部品不足に加え、昨年からのウクライナ戦争や中国のゼロコロナ政策も追い打ちとなり、自動車産業のサプライチェーンには混乱が生じた。足元では部品不足が解消に向かいつつあり、各自動車メーカーでは積み上がった大量のバックオーダーの解消に向けた増産が続くと期待される。

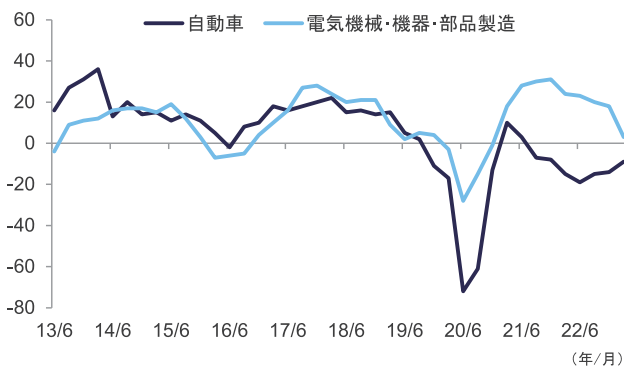
一方、自動車産業で不足した半導体は、PCなどハイテク向けの需要サイクルが一巡しつつあるため、関連産業では減産となる傾向が見られている。経産省が発表する鉱工業生産指数のうち、「電子部品・デバイス工業」の在庫循環を見てみると、足元では積み上がった在庫を取り崩す局面にあり、この局面

図表4：「電子部品・デバイス工業」の在庫循環



出所：経産省よりみずほ証券金融市場調査部作成

図表5：日銀短観



出所：経産省よりみずほ証券金融市場調査部作成

では生産は増えにくくなることが多い（図表4）。

日銀短観（3月調査）を見ても、こうした動きには整合性が見てとれる（図表5）。大企業・製造業の業況判断DIで、「自動車」は▲9（前期比+5ポイント）になった。先行き（23年6月予測、以下同じ）は±0。一方、半導体メモリーの過剰供給・市況悪化の影響を受けたとみられる「電気機械」は+3（同▲15ポイント）と景況感が大幅に悪化した。

以上のように、自動車産業のサプライチェーン問題は解消されつつあるものの、一方で半導体サイクルの一巡から関連産業では減産傾向がみられる。製造業の動向には、産業によって強弱がある点には注意したい。

また、足元ではグローバルに景気後退懸念が強まっていることもあり、外需に対する不透明感は強い。脱ゼロコロナ政策で世界経済

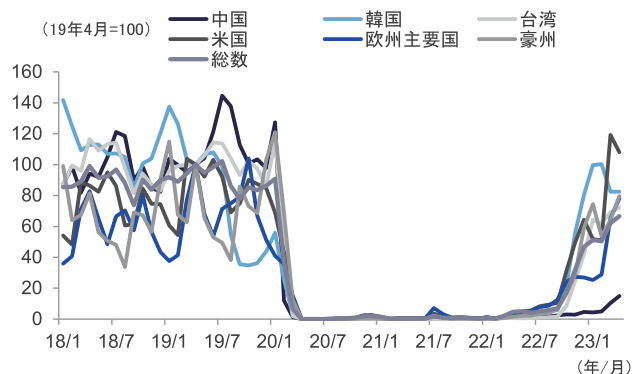
の回復をけん引することが期待された中国経済も、足元では回復の勢いは感じられない。国内製造業の回復には時間がかかると予想される。

インバウンド消費は中国待ちだが…

日本政府は水際対策を撤廃しており、街中でも多くの訪日客を見かけるようになってきた。4月時点の訪日外客数は194.9万人となり、コロナ前（19年4月）の水準の66.6%まで回復している（図表6）。内訳を見ると、最も多いのは韓国（46.7万人）で全体の4分の1弱を占めている。政治面でも日韓関係が改善に向かう中、19年の「ノージャパン」運動は下火となり、同国から日本への旅行需要は強い。昨年以降、円安・ウォン高が続いていることも後押しとなり、23年は19年よりも多くの訪日外客数が見込まれる。

一方、今後のインバウンド消費の主演として回復に期待がかかる中国は4月時点で10.8万人と、コロナショック以降で初めて10万人を超えたものの、19年夏に記録した100万人超のピークと比べるとまだまだ少ない。中国政府が日本への団体旅行を解禁していないほか、観光目的で1回のみ訪日に使うビザの申請ができないことなどが、訪日外客数の増加を抑えているとみられる。

図表6：訪日統計（国・地域別）



出所：観光庁よりみずほ証券金融市場調査部作成

図表 7：23 年の訪日外客数、経済効果の試算

	中国政府による訪日ビザ完全解禁されたケース	中国政府による訪日ビザ完全解禁されないケース
暦年ベース	2,503万人	2,231万人
年度ベース	2,774万人	2,318万人
経済効果	4兆1,962億円	3兆2,248億円
GDP換算	0.75%	0.57%

出所：観光庁よりみずほ証券金融市場調査部作成

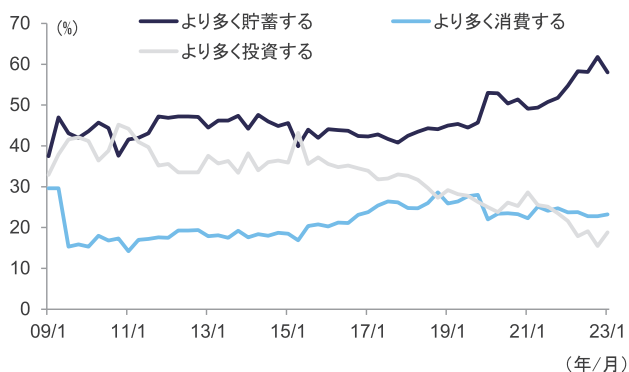
筆者の試算では、23 年の訪日外客数は中国政府による訪日ビザが完全解禁された場合が 2,540 万人、されなかった場合が 2,231 万人程度になると予想しており、19 年に記録した過去最多の 3,188 万人に届く可能性は小さいとみている（図表 7）。

なお、経済効果を考えるため、年度ベースで試算すると、前者のケースが 2,774 万人、後者のケースが 2,318 万人となる。これに 19 年における各国からの訪日外国人旅行者 1 人当たりの旅行支出額を掛け合わせると、前者の経済効果が 4 兆 1,962 億円、GDP に換算すると 0.75% となる。後者はそれぞれ 3 兆 2,248 億円、0.57% となると推計される。

また、インバウンド消費の代名詞とも言える中国人の「爆買い」にもコロナ前と比較して変化が出てきそうだ。中国ではコロナ禍で貯蓄志向が強まっており、足元では財布の紐が堅くなっていると言われている。

中国人民銀行が 23 年 1～3 月に実施した家計のアンケート調査によると「より多くのお金を貯蓄に振り向ける」という回答が約

図表 8：中国の家計に対するアンケート調査



出所：中国人民銀行よりみずほ証券金融市場調査部作成

6 割程度で最も多い（図表 8）。こうした背景にはゼロコロナ政策による収入低迷や、長引く不動産不況があると考えられる。たとえ中国人の訪日外客数が増え始めても、インバウンド消費は緩やかな回復をたどる可能性があるだろう。

植田日銀新体制の初手

金融政策に目を向けると、日銀は 4 月 8 日に植田和男氏が総裁に就任し、新体制がスタートした。約 10 年ぶりに訪れた日銀総裁の交代というビックイベントは、昨年 12 月に日銀が突如イーールドカーブコントロール (YCC) の修正に動いたこともあり、市場では様々な思惑が広がったが、就任して 2 ヶ月が過ぎた現時点では、植田新体制は想定されていたよりもハト派、そして「スロースタート」という印象が強い。

就任して初めて迎えた金融政策決定会合 (4 月 27-28 日) では、金融政策を「現状維持」とすることを全員一致で決定した。続く 6 月 15-16 日の会合は「無風」となった。4 月会合ではフォワードガイダンスの修正など注目点はあったものの、その後も緩和継続路線は維持されており、今のところ植田新体制が新しい動きをしようとしている様子うかがえない。1 年から 1 年半の間に「多角的レビュー」を実施すると発表しているが、期間の長さから考えても、植田新体制が早期に方向転換を目指す様子はないように受け止められる。

また、4 月会合で発表された展望レポートでは、CPI (除く生鮮食品・エネルギー) は 23 年度が前年度比 + 2.5% に大きく上方修正、24 年度は同 + 1.7%、25 年度は同 + 1.8% と将来的には 2% を下回る見通しが示されており、引き続き物価目標の達成は見込まれていない。こうした状況を見る限り、日銀が早期にマイナス金利の解除など、緩和路線を変更することは考えにくいだろう。

あえて日銀の変化を見出すとすれば、今年度の賃上げ状況を見て、賃金や物価は上がらないと考える規範（ノルム）の変化に注目し始めている点が挙げられる。植田総裁は4月の会合後の記者会見で、「来年の春闘は非常に重要な要素だ。来年の賃上げの程度につながるような経済変数の動きを見ていく中で、持続的な2%が達成されそうだという判断に至る可能性も十分ありうる」と述べた。ただし、こうした判断ができるようなデータが揃うのは、早くても24年以降となるだろう。植田新体制は、やはり「スロースタート」ということになる。

FRBの方向転換

22年3月から大幅な利上げを継続してきた米FRBは日本とは状況が大きく異なる。利上げから1年以上が経過し、その累積効果が住宅市場などで徐々に見え始めている。こうした中、6月FOMCでは11回会合ぶりに政策金利の据え置き(5.00~5.25%)が決定されており、FRBは一旦立ち止まって様子を見ることを判断している。

6月の会合では、ドットチャート(各委員の政策金利見通し)も発表されているが、23年末の中央値は5.625%と年内残り4回の会合で50bp分の利上げを行うことが示唆された。立ち止まりはしたものの、インフレ抑制に向けた姿勢も完全には崩さず、政策の柔軟性を残す形となった。ただし、24年、25年にかけて利下げを進める見通しになっており、今回の利上げ局面が終盤に差し掛かっていることは確かだろう。このままインフレ抑制の動きが進めば、24年中にFRBが利下げへ方向転換する可能性はあると予想される。

終盤の局面に差し掛かっている背景にはインフレ指標の鈍化が主な要因とみられるが、今年3月中旬に起きた信用不安も、FRBの政策方針に少なからず影響を及ぼしている。

相次いだ金融機関の破たんは、リスク管理上の規制問題もあったかもしれないが、急ピッチで進めた利上げの弊害として起きたという見方も出ている。FRBは信用不安の影響をまだ推し量っている段階とみられるが、高金利環境が浸透する中で銀行の貸出基準の厳格化が進めば、それは資金フローの観点から金融引き締めと同様の効果をもたらし、景気の下押し圧力を加える可能性が懸念されている。

少し前のデータになるが、FRBが公表する銀行上級融資担当調査(SLOOS)について確認したい。4月調査のものでは、3月中旬に起きた信用不安の影響をある程度織り込んだ結果が確認できる。結果は懸念されたほどの融資基準の厳格化は見られなかったものの、利上げの影響もあり、従来から上昇した(図表9)。次回調査は8月頃に公表される見込みであり、FRBが信用不安の影響を見極める材料となるだろう。

もちろん、信用不安の影響だけではなく、FRBの2大責務である「物価」、「雇用」の動向も政策の舵取りに置いて重要なポイントとなる。

それぞれ振り返ってみると、まず「物価」については、足元で順調にインフレの鎮静化が進んでいる。6月分の発表まではベース効果の影響もあり、こうした傾向が強めに出てくる見込みである。一方、23年後半にかけてはベース効果が剥落することや、サービス

図表9: 銀行上級融資担当調査(SLOOS)



出所: FRB よりみずほ証券金融市場調査部作成

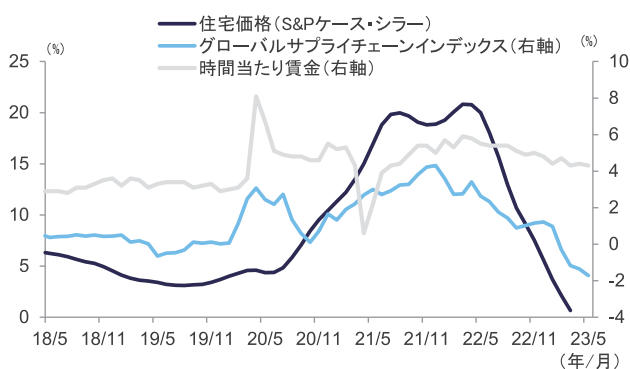
業に関連するコア項目が全体の伸びを下支えするとみられ、前年同月比の鈍化スピードが緩やかになることが予想される。

要因別に考えれば、物価上昇の寄与の大半を占める「住居費」は、今後、伸びが鈍化するとみられる。住宅関連の指標では、住宅価格がすでにピークを付けており、夏場頃には時間差（ラグ）を伴って物価指標に反映されてくるだろう（図表 10）。また、サプライチェーン混乱による供給制約についても足元では解消しつつあり、財などの項目は物価の押し下げ要因として寄与して来る可能性がある。一方、人手不足の影響もあり、賃金が高止まり続ける中、サービス価格の下落は見込みづらい。

続いて「雇用」については、労働市場が堅調であることには変わらない。求人件数は減少してはいるものの、コロナ前と比較しても大幅に上回った状態にある。サービス業を中心とした人手不足が雇用者数の増加を継続する要因となるだろう。

もっとも、5月雇用統計はこうした見方に不安を生じさせる点も見られた。同月の失業率は3.7%と前月から0.3%pt上昇。依然として低水準であることには変わらないが、上昇幅は20年4月以来の大きさだった。遅行指標である失業率が急上昇したことは、米国の景気後退入りの懸念を強める結果と言

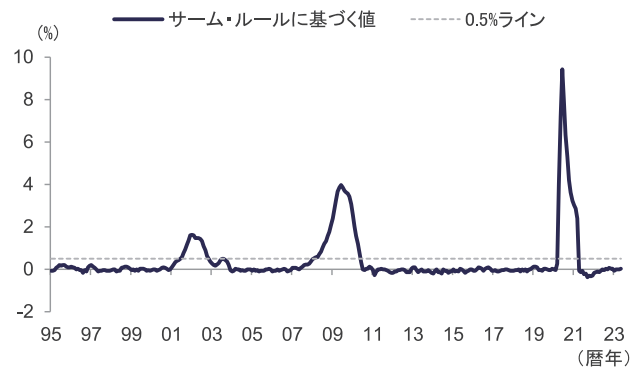
図表 10：住宅価格（前年同月比）、グローバルサプライチェーンインデックス、時間当たり賃金（前年同月比）



注：グローバルサプライチェーンインデックス (GSCPI) は、バルチック海運指数や、各国の購買担当者指数 (PMI) など 27 の変数をもとに NY 連銀が算出

出所：米労働省、NY 連銀よりみずほ証券金融市場調査部作成

図表 11：「サム・ルール」



出所：米労働省よりみずほ証券金融市場調査部作成

える。

5月雇用統計のような傾向が今後も続けば、FRB や多くの市場参加者が堅調な労働市場に対する評価を変える必要性は出てくるだろう。インフレが終息に至らなければ、スタグフレーションのリスクを警鐘する声は一層強まると考えられる。

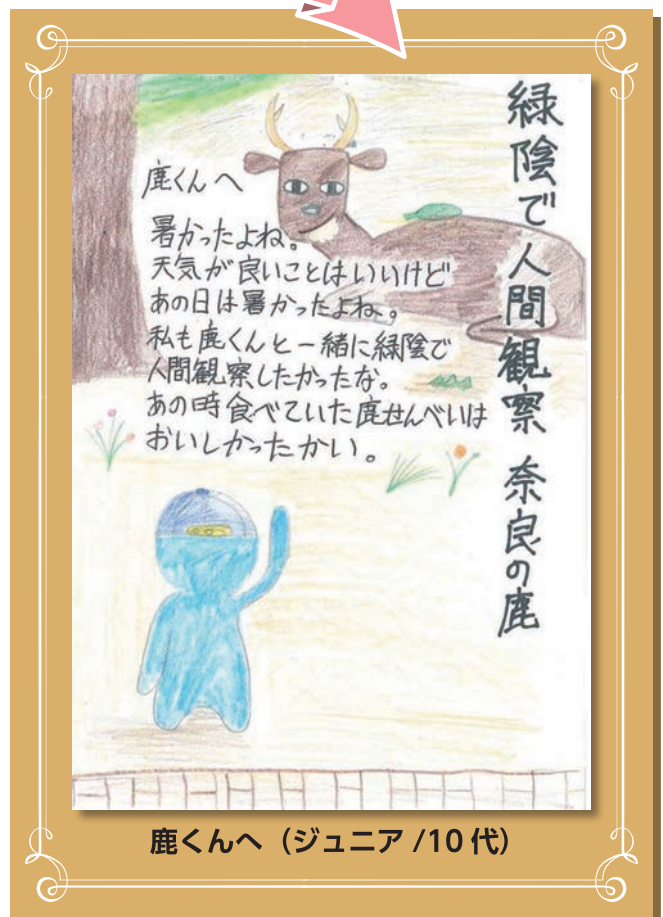
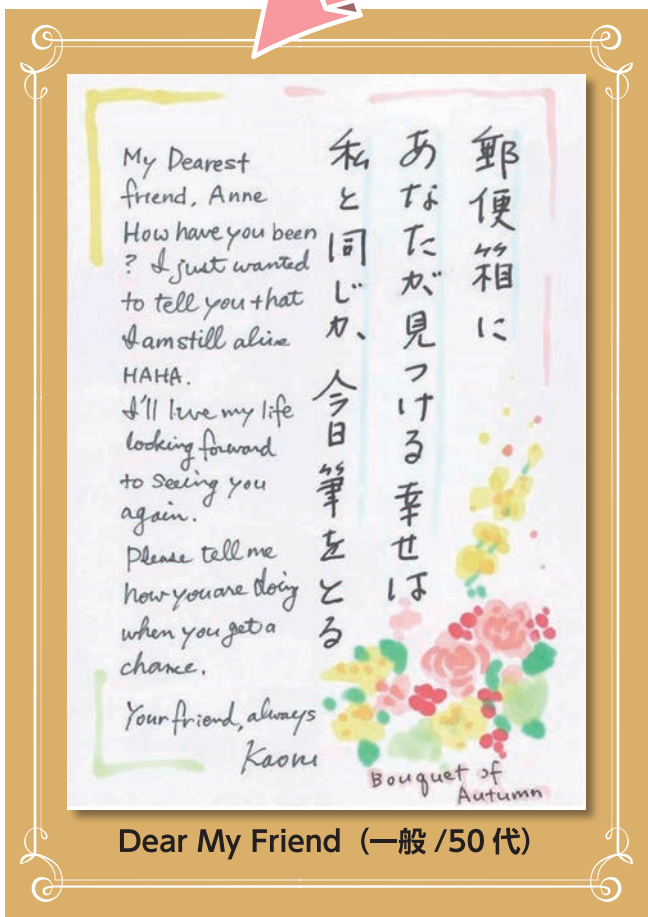
失業率の動きの目安として有名なものに「サム・ルール」と呼ばれる法則がある。これはFRBの元エコノミスト、クローディア・サム博士が提唱する、「直近3ヶ月の失業率の平均値が過去12ヶ月の失業率の最低値よりも0.5%pt上昇した場合」、景気後退期と判断する法則である。5月分の結果時点で直近3ヶ月の平均値は3.52%。最低値は3.49%であり、その差は0.03%ptとなる（図表 11）。まだ余裕があるものの、仮に失業率が同じペースで0.3%ptずつ上昇していけば、景気後退と判断される0.5%ptは上回る計算になる。さすがに1ヵ月間で0.3%ptの上昇が2度、3度続くと考え難いが、景気後退へのシグナルとして、労働市場の変調には注意を払いたい。

FRBは上述したような「金融不安」、「物価」、「雇用」の状況を踏まえ、今後は利上げの停止水準と利下げの始発点を考えていかなければならない。急ピッチで進めた利上げは正しい判断だったのか、FRBはその答え合わせをしていくステージへと移行することになるだろう。

第13回「名言はがき等コンクール」の入賞作品の発表

第13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。
入賞作品 75 作品を財団ホームページに掲載しました。
その中の「はがき大賞」2点をご紹介します。

第13回 はがき大賞



◆ 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!

編集後記

今号は、ゆうちょ財団の事業活動に日頃からご協力いただいている日本郵政の増田社長とみずほ証券の浜本社長から、特別にご寄稿いただきました。

増田社長からは若き日の千葉県警出向中に仕事の基本として「現場百回」の精神を学んだこと、また浜本社長からは学生時代に没頭した英語劇や生き甲斐としての誰かの役に立つことなどのエピソードをいただき、両経営トップのお人柄や仕事への考え方に触れることができました。

今後も皆様に興味を持っていただけるような記事を提供してまいりたいと思っています。

(編集担当)

お問い合わせ先

〒101-0061 東京都千代田区神田三崎町 3-7-4

一般財団法人ゆうちょ財団 ゆうちょ資産研究センター

電話 03(5275)1814 FAX 03(6831)8970

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：日本印刷株式会社

一般財団法人ゆうちょ財団