

ゆうちょ 財団通信

Yu-cho Foundation Newsletter 2023.11



特別寄稿

ゆうちょ銀行 笠間副社長

～大切にしていること～

- ・基本に忠実
- ・情報収集とコミュニケーション



特別寄稿

岡三証券グループ 新芝社長

～私のプロフィール～

- ・失敗だらけの社会人としての歩み
- ・創業100周年を迎えられたことに「感謝」



サンチョ 清水 デイビッド 様
株式投資部
ゆうちょ銀行の市場運用



國澤 太作 様
PGIM ジャパン
資産運用会社の運用



吉部 徹 様
みずほ信託銀行



松本 賢 様
岡三証券
アナリストの視点

株式会社ゆうちょ銀行
取締役兼代表執行役副社長

笠間 貴之 様

TAKAYUKI KASAMA

これまでの歩み



銀行との出会い

1996年4月、私は新社会人として、長銀（日本長期信用銀行）に入行しました。学生時代は応用化学の研究に没頭しており、当初、大学院進学を考えていたところ、冷やかし半分の就職活動で触れた先輩社員の方々の「人の温かさ」が決め手となり、この世界に飛び込むこととなりました。配属先の本店・営業第二部では、学生時代の専攻分野であった化学業界のお客さまを担当していました。当時の上司には、営業パーソンとしての基本動作について熱心に指導をして頂き、いまでも感謝の気持ちでいっぱいです。実は、入行初年度は所謂落ちこぼれで、同期入社の仲間が次々と担当顧客を増やす中、私だけ担当を与えてもらえない日々が続き、若さゆえの焦りを感じたことを鮮明に覚えています。

その後、長銀の国有化をきっかけに私は転職し、興銀証券（現・みずほ証券）の債券部で念願であった債券ディーラーとしてのキャリアをスタートしましたが、国債・クレジッ



学生時代：高分子化学研究室の仲間と



ヘッジファンド時代：英国・ロンドン出張にて

トと次第に担当プロダクトを拡げる過程で、より自由度と競争力をもってグローバル債券市場に対峙する外資系証券での仕事に魅せられ、ゴールドマン・サックス証券へ転職しました（悩み抜いた末の決断でしたが、実は、私の背中を最後に押してくれたのも、先に紹介した長銀時代の元上司でした）。

リーマンショックと 転換点

リーマンショックは、ゴールドマン・サックスのクレジット・トレーディング・デスクで迎えることとなりました。実は、私に限らず複数のトレーダーが、危機の発生以前にリスクを抑制・縮小していたのですが、特に

トップダウンの指示があった訳ではなく、各トレーダー同士の会話や雰囲気から、危機前夜に特有（？）の「気持ち悪さ」を感じ、各自の判断で自然とリスク・ポジションを縮小していたことが奏功し、結果的に大ケガをせずに済みました。相場転換の予兆を明確に示すサインなど存在せず、同僚や市場参加者との日頃のコミュニケーションが極めて重要だと痛感しました。今でも、社内の1on1ミーティングや社外の方々との面談を積極的に行っているのは（もちろんマネジメント上の理由もありますが）、会話の端々に相場の転換点のヒントが転がっている貴重な機会であり、また、それを見逃したくないという理由からです。

リーマンブラザーズの破綻そのものは

2008年9月の出来事ですが、マーケットの難局は、年明けの2009年まで続きました。本格的な相場回復を確信できない私は、暫くの間、徹底的なクレジットリスクの抑制・空売りポジションを継続しました（腰の引けたプライス提示ばかり続けており、同僚セールスからは相当嫌われていたと思います）。その後、これまた同僚との情報交換を通じて、徐々に海外での投資家心理改善が垣間見られたことから、空売りポジションの解消・リスクを復元し、その後相場も回復したことから、結果的には大きな収益成果を挙げることができました。但し、この間も、相場が想定外の方へ動いた場合にはどう行動すべきか、常に考えを巡らせていました。

リーマンショックから教わったことは、情報収集の大切さと、未曾有のシナリオについてもイメージネーションを働かせておくことの大切さという点で、その後のショック局面や、今日の金融市場にも通ずるものだと改めて思います。

ゆうちょ銀行へ

その後、ゴールドマン・サックス時代の仲間とヘッジファンドを設立、生活拠点をシンガポールに移しました。益々自由度の高まったクレジット・投資業務に加え、資金募集のために世界中の投資家訪問を行うなど、総勢12名の少数精鋭体制で様々な仕事をこなす必要がありましたが、ますますの運用成果を継続できたこともあり、順調で満足度の高い日々を過ごすことができました。

そんなある日、ゴールドマン・サックス時代の大先輩であり、ゆうちょ銀行の副社長と



船内服を着て：JAXA イベントに家族と参加

して運用改革を任されていた佐護勝紀さんから、一緒に運用改革に取り組まないかというお誘いを受けました。長きにわたってクレジット・マーケットに関わってきた私にとって、グローバルクレジット市場において既に有数のプレゼンスを確保していたゆうちょ銀行に仲間入りし、その拡大・高度化に貢献できることは、この上なく名誉なこと、大変ありがたいお誘いでしたが、今すぐには生活拠点を変えられない家族とは離れて暮らすこととなるため、とても難しい決断でした。シンガポールを発つ前日、単身赴任となる私を見送る家族が贈ってくれた寄せ書きには、家

族のつながり、子どもの成長の足あと、温かさが目一杯に詰められていて、大きな励みになりました。

ゆうちょ銀行では、従来取り扱っていなかった証券化商品やCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)の取引態勢整備のほか、取引執行部隊と分析部隊の陣容強化、日々の取引現場における意思決定の迅速化やプライシング精度の向上など、トレーディング経験で培ったノウハウを活かしつつ、ゆうちょ銀行運用チームの総合力強化に取り組みました。社会人1年目の長銀時代の上司の教えもそうでしたが、私自身も、運用に携わる者としての基本動作、とりわけポジション管理の正確性については、高い要求水準をもって社員の指導育成に当たりました。

仕事とは離れますが、ゆうちょ銀行に入ってからランニングの楽しさを覚えました。単身赴任であった着任当初、食生活の乱れから体重が増えてしまい、その対策としてゆうちょ銀行の仲間に誘われて始めたところのめり込んでしまい、通勤時や終業後、週末のランニングが習慣化、現在は少しペースが落ちましたが、健康管理とリフレッシュを兼ねて続けています。

大切にしていること

このように振り返ってみると、基本に忠実であることの大切さをいち早く教えてくださった上司との出会いをはじめ、多くのご縁に支えられていまの私があるということに、感謝の気持ちしかありません。同時に、投資判断はもちろんのこと、ビジネスジャッジを的確に行う決め手は、的確な情報収集と積極的なコミュニケーションにあるということも



MINATO シティハーフマラソンを走り終えて

再認識したところです。グローバル金融市場は、コロナショックからのリカバリーを経て、新たなステージに突入していますが、過去の経験から学んだ教訓を胸に、過去に見ることのなかった景色も想像しながら、最善のリスク管理に努めることが肝要です。

また、ゆうちょ銀行・日本郵政グループは、インナー／アウターの双方向とも、コミュニケーション・チャネルや情報源の宝庫ですし、私自身が率先して会話・対話を重ねながら、より良いビジネスアイデアの創出に貢献してまいりたいと思います。

株式会社岡三証券グループ
取締役社長

新芝 宏之 様

HIROYUKI SHINSHIBA

私のプロフィール



時代を象徴する2冊の本

高校生になって新しい友人が、父親の大切な本だと言って「日本列島改造論」を貸してくれた。高校入学の前の年、1972年に田中角栄氏による事実上の政権公約となった「日本列島改造論」が空前のブームになっていた。しかし、それは実は日本の高度経済成長期の最終局面だった。1973年の第一次オイルショックもあり、「狂乱物価」とも呼ばれたインフレーションが生じ、地価の高騰ももたらされていた。翻って世界ではニクソンショック、変動相場制への移行等があり、振り返ってみると、戦後の米国の覇権構造であるブレトンウッズ体制が大きく揺らいだ時代だった。

大学生の1979年には「ジャパン・アズ・ナンバーワン」が刊行され、父から薦められたのを覚えている。1989年のバブル崩壊

まで日本人が最も過剰な自信に満ち溢れていた時代が続いた、その象徴的な一冊だろう。一方、世界では1981年にレーガン米大統領が登場。グローバリゼーション等を推し進めることによって当時の高金利、高インフレーションを収束させ、その後の40年に亘る「平和の配当」がもたらされたと言える。

しかしながら、この間、社会人の実体験としては、複雑な思いを持たざるを得ない。「平和の配当」とは、米ソ冷戦の終結、資本主義の勝利、世界の繁栄をも表していると思うが、現実の社会を見渡すと格差、分断等が生じていることに加え、2022年のロシアの「ウクライナ侵攻」が時代の逆回転を想起させる。金利上昇、インフレーションは一過性で終わらず、時代の回帰という大きな周期があるのではないか。更に戦後続いた米国の覇権構造が再び揺らいでいると感じるのは私だけではないだろう。

アナリストとして 社会人に

さて、ここから私の失敗だらけの社会人としての歩みを辿ってみたい。

1981年に岡三証券に入社し、当初は、調査部（翌年、岡三経済研究所に組織変更）の鉄鋼アナリストとして毎朝、業界紙を丹念に読み、大事な記事を企業ごとにスクラップすることが日課だった。

1988年には、ハーバード大学ケネディ行政大学院に留学することになった。

その時、「ラップトップパソコン」を会社から貸与してもらうことになったが、今から思えばとてつもなく重く、そして、価格は確か150万円と高価な代物だった。画面はオレンジ色のみの発光だったのが懐かしい。出国の1週間ほど前の週末、準備の為に会社で設定をしていた際、誤って落として壊してしまい、心底焦ったことが今でも忘れられない。メーカーに直接、電話をして事情を話したところ、余程、不憫に思ったのか直ぐに交換していただけたのが有難かった。失敗が懐かしい。

同大学院の修士課程は、通常2年間のコースだが、実務経験を認めてもらうと1年間で卒業できる制度がある。幸いというべき

か、私には英文に翻訳してもらったアナリストレポートが沢山あったため、そのおかげでなんとか認めてもらえたが、面接での英語は正直、なにを聞かれているのか分からず、大変焦った。大学院生活の中でも、最後まで英語がよく分からないこともあったが、授業内容は素晴らしかった。ファイナンスは今でも私の基礎になっているし、経済学では政権のアドバイザーは勿論、ブラザ合意で米国側にいた教授等の講義があり、当時大蔵省から留学していた方は「相手が彼らでは、日本側が交渉で苦労したのがよく分かった」と語っていたのが印象に残っている。

留学後、岡三経済研究所に戻ってから数年間、証券市場の計量分析、いわゆるクオンツアナリストをやらせてもらったが、その時代が、これまでの社会人人生の中で一番楽しかった。風邪で熱があり、頭痛がしていても会社してパソコンと向き合っていると、風邪が治った気がしたくらいだ。当時行った時系列分析に関わるNY大学との共同研究は、画期的であったが、商品化できなかったのは時代が追い付いていなかったからではないかと思っている。私の時代にはアナリストランキングなるものは未だなかったが、その後、直接指導した後輩達が、最上位にランクインしたことが誇りでもある。



アナリスト時代



妻とナイアガラの滝にて

ところで、車を高速道路で炎上させた経験のある方はいるだろうか。私は留学の卒業旅行中のカナダで車を全焼させ、そのまま廃車にしてしまったことがある。確か、この写真はトラブル直後のナイアガラの滝でのスナップ写真だと思う。

調査業務中心であった私が経営に関わるきっかけになったのは、NY大学の大学院で教科書に採用されていた「投資銀行の内幕」を翻訳したことだった。当初、某大学教授が翻訳を試みたが難しさの為に断念して、別の教授と私が共同で翻訳を行うことになった。なんとか刊行されたが、今、見直してみると酷い翻訳だし、岡三経済研究所とすべきを、一か所だが岡山経済研究所とした誤植があり、気付かずに恥ずかしい限りだ。ただ、その本が経営の目に留まり、副社長と定期的に経営改革の勉強会を始めることになった。同時に、複数の経営改革プロジェクトチームに参画し、当時、転職してきたプロフェッショナルな経験豊かな先輩達と議論できたことが大きな糧になっている。

故加藤精一会長からの師恩

そんな活動をしているうちに、当時の加藤精一社長の政策秘書に抜擢されることになる

のだが、それが社会人人生で最も大切な出会いだった。加藤精一氏は、創業者の父親が急逝したために32歳の若さで社長になり、その後55年間に亘って実質的なトップであり続けた方だ。私は30代前半から25年間、ほぼ一貫して政策秘書、経営企画等、経営面のサポートを行う立場で直接、薫陶をいただくことが出来たのが望外の幸せである。

特に、思い出が深いのは、1997年から2000年にかけての金融危機の時期だ。不祥事により、多くの金融機関の上層部が退出していった。証券界でも大手四社のトップが退くことになり、当時、日本証券業協会の副会長だった加藤精一氏が、会長（当初は会長代行）として異例の3年間、業界のリーダーシップをとることになった。山一証券、三洋証券が破綻し、更に数多くの企業破綻の可能性も指摘されていただけに、今、振り返ると、いわば戦時下のような大変な時代だった。その時、会長補佐の政策秘書としてついていと言われ、結果としては企業内にはできないような非常に貴重な経験を日本証券業協会に積ませてもらうことが出来たと感じている。

当時の会長のプレッシャーは大変だった様子だが、休日には熱海の自宅で水墨画を描いたり、般若心経を写経して心を落ち着かせておられたようだ。その時、私に色紙を描いて



故加藤精一会長と並んで 2000/4/17 於台北



くださった。それがこの写真だ。この「龍」と漢詩が今でも私の大切な支えになっている。「雲関」という難しい関門をひとたび抜けてしまえば、そこには自在で清らかな境地があるという意味の漢詩が記されており、当時の私への激励でもあり、ご自身のお気持ちをよく表していたのではないかと思います。

「感謝」創業 100 周年

2023 年 4 月に創業 100 周年を迎えた岡三証券グループにとって、今、取り組んでいるビジネスモデルの改革という関門を抜けた先には、役職員が更に大きな誇りを持つことが出来る企業グループになるという明るい

未来があると確信している。年を重ねて感じるのは、支えて頂いたことに対する感謝の思いだ。創業 100 周年は自分たちだけで達成出来たのではなく、グループすべての役職員のご家族、更には諸先輩方、そしてお客さま、株主、地域社会等、様々な方々のおかげである。感謝をし、周りの方々、諸先輩方、業界へのご恩に報いる気持ちを大切にしたいと思う。

企業としては勿論だが、個人としても少しばかり貢献できる機会が増えてきたように思う。業界、財界での報恩も大切にしているが、アナリストとしてスタートした社会人人生だけに、大変有難いことに日本証券アナリスト協会会長としてアナリストの活動支援を 2 期 4 年、務め上げることができたのは嬉しかった。2023 年、創立 50 周年の日本証券奨学財団の理事長に就任させていただき、未来を担う学生達や研究者への支援に関わることが楽しみである。

鋭く厳しい中にも、優しさを秘めた「龍」の眼光に見守られ、岡三証券グループの新しい 100 年に向けて更なる発展を遂げるための改革をやり遂げる覚悟だ。これからも周囲の言葉に謙虚に耳を傾け、業界全体の発展に力を尽くしていきたい。



日本証券アナリスト協会 会長時代

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。
今回は株式投資部をご紹介します。

株式投資部

基本データ（社員数や業務内容）

〈社員数〉 9 名

〈業務内容〉

上場株式や株式に関連する商品への投資を行っています。具体的には金銭の信託や投資信託による委託運用、株式デリバティブ商品等への直接投資などを通じてゆうちょ銀行の収益拡大に貢献する役割を担っています。

当部の運用はゆうちょ銀行の運用資産全体の 1%程度ですが、運用額としては 2 兆円を超えており、株式市場の中では大きな存在です。そのため、市場関係者からの注目度も高く、継続的かつ安定的な運用に取り組んでいます。





常務執行役員
株式投資部長
サンチョ 清水 デイビッド

株式市場は日々様々な要因により変動します。経済指標や政治動向、金利や為替動向、規制、財政や金融政策といったマクロ要因、個別企業の経営状況や戦略、業績発表などといったミクロ要因、そしてセンチメントや投資家の売買動向を網羅しながら、当行にとって正しいと思われる行動を取る事を心がけております。常に多方面にアンテナを張りながら世の中の動向を予測することにより知識を蓄え、投資判断の結果を通じて成長を肌で感じ取れる環境だと思っています。

もともとは1つの部の中に属する担当グループでしたが2015年末に株式投資部として部が立ち上がりました。様々なバックグラウンドを持った専門性の高いメンバーが揃っており、日々コミュニケーションを取りながら業務を遂行しています。



資産運用会社の運用



PGIM ジャパン株式会社
代表取締役社長

國澤 太作 様

TAISAKU KUNISAWA



● 保険会社の運用で培った 実績を世界のお客様に 提供する PGIM (ピージム)

PGIM は、世界最大級の金融サービス機関であるプルデンシャル・ファイナンシャル(以下プルデンシャル)の資産運用部門で、債券、株式、マルチアセット、不動産、オルタナティブの資産クラス毎に特化した「ブティック型」の運用ユニットそれぞれが、独自の調査分析に基づくアクティブ運用を行っています。

私たちの起源は、1875 年に創業されたプルデンシャルの保険会社の一部門であったところにさかのぼります。創業者のジョン・F・ドライデンは、「保険は裕福な人だけを対象にした商品ではない」という前提のもとに、週に 3 セントの掛け金で加入できる労働者保険を米国で初めて販売しました。

その後も、「生前に保険金を受け取れる仕組み」など前例のない商品を次々に世に打ち出しました。1929 年の大恐慌の時には、他の大手金融機関が農業から引き上げる中で、プルデンシャルは農業用抵当権や融資の増加を続けました。また、2008 年の金融危機の頃には、ほとんどの金融機関が中堅企業への融資を停止する中、150 億米ドルの

融資を発行し、資金提供を継続しました。

そこには創業時から変わらない、「困っている人を守りたい、サポートしたい」という思いが根底にあります。PGIM を含むプルデンシャル・グループのロゴには「ジブラルタル・ロック」という岩山があらわれています。この岩山は、長い歴史の中で何度攻撃を受けても、人々を守り抜いた難攻不落の岩山で、創業時からの思い、私たちが目指す姿がロゴにも込められています。

PGIM の前身は、プルデンシャルの中で運用を担う企業組織として成長していきましたが、より専門性の高い組織に深化させるために、現在の PGIM の組織が作り上げられていきました。日本市場へのコミットメントも強く、1988 年に日本での保険および資産運用ビジネスを開始し、30 年以上のあゆみを続けています。

● 何よりも、超過収益の 追求を最優先する

PGIM の特徴として「マルチ・マネージャー・モデル」が挙げられます。前述のように、PGIM では、債券、株式、マルチアセット、不動産、オルタナティブの運用チームそれぞれが、独立した組織で運用を行っています。

なぜ、PGIM 全体でより統合した組織運営を行わないかというと、その最大の理由は、受託者としての私たちの責務、使命は、より高い超過収益を追求することであり、そのために「マルチ・マネージャー・モデル」が適していると考えているからです。

私たちは、それぞれの資産に深く精通した優秀な人材が自由度をもって運用を行った方がより高い投資パフォーマンスを追求できると信じています。各運用ユニットを完全に統合せず、テクノロジーを駆使して連携できることは連携しつつも、アクティブ運用における人の判断、緻密な調査に関しては、それぞれが独立して行っていることに意味があります。

熱量の高い議論に 象徴される企業文化

PGIM の企業文化を一言で表現するのは難しいのですが、「正直さ」は、際立った特徴の一つだと考えています。

私がこの会社に入って最も驚いた事の一つは、毎週月曜に、米国拠点（ニューアーク）で開催される債券運用部門の週次ミーティングでの活発な議論です。そこには、年長者に忖度して本音を言えないという雰囲気は一切なく、それぞれの担当者が、今後の経済がどのように推移するのか、現在の事象がどのように市場に影響を与えるのかに関して、喧々諤々の議論が行われています。

欧米の方の性質だろうと思われるかもしれませんが、様々な外資系企業の海外オフィスを見てきた PGIM ジャパンの社員たちがみな驚くほどの活発さなのです。その議論は、投資アイディアに繋がっていくのはもちろんのこと、その日中にレポートにまとめられ、日本でも火曜日には日本語で発信されています。

世の中でダイバーシティが重視され、日本でも浸透しつつあると感じますが、「正直さ」は、互いへの尊重、信頼の上になりたつものであり、ダイバーシティを進める上でも大事なこともかもしれません。



海外債券のみならず 国内債券においても充実 した運用体制を有する

PGIM の運用は、債券、不動産、株式からオルタナティブまで網羅し、世界で約 168 兆円の残高を有します。中でも債券の残高が最も大きく、7,930 億ドル（約 105 兆円）と世界有数の規模となっています。

もともと保険会社の運用部門から始まったこともあり、伝統的に持ち切りも視野に入れた米国社債の運用に厚く、クレジット・リサーチ部門の陣容が非常に豊富です。

グローバル運用会社は円債運用の体制は限られていると思われがちですが、国内債券の陣容も充実しています。8 名のクレジット・アナリストを含め円債に特化した運用・調査担当者 15 名が、グローバルで 370 名の債券運用チームと日夜、連携を図り、10.8 兆円を超える円債資産を運用しています。

（文中の数字はすべて 2023 年 3 月末現在）

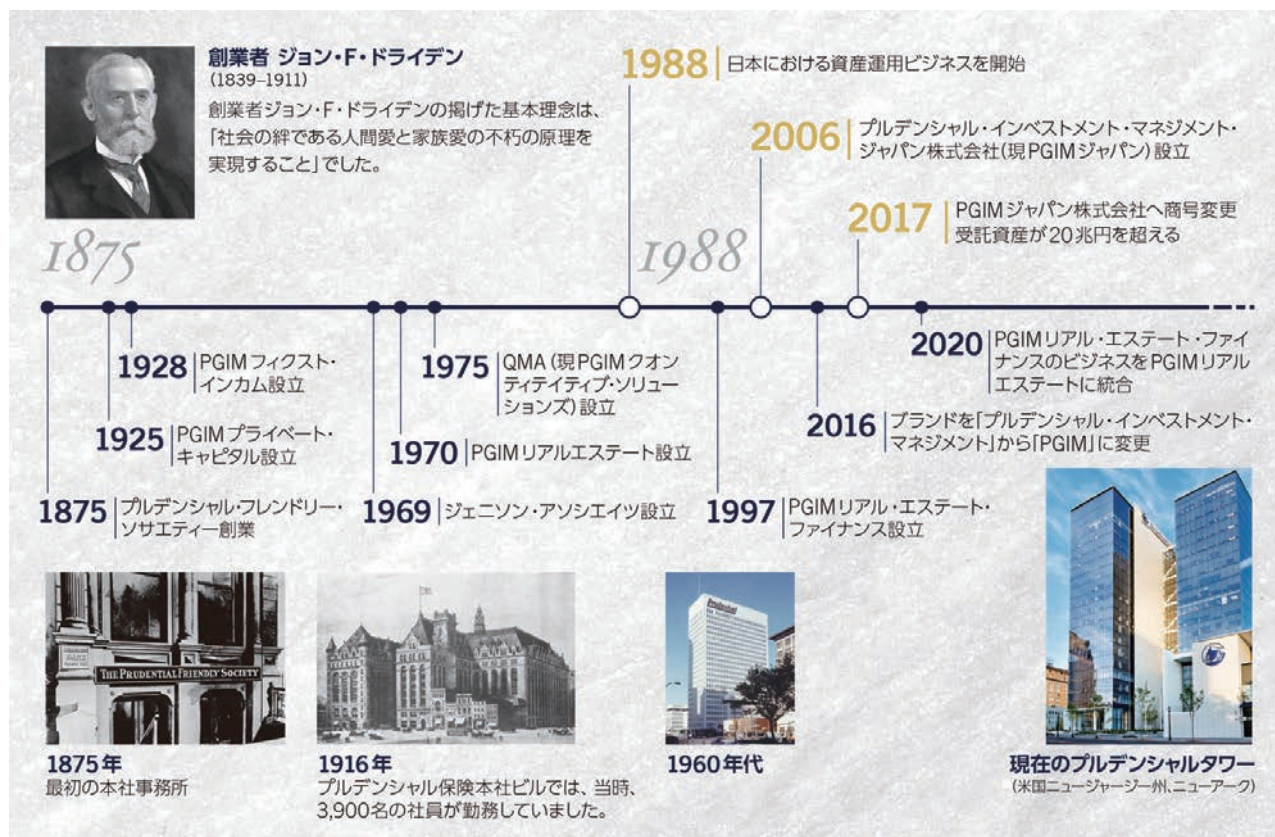
様々なオルタナティブ戦略 にフォーカス

かつてないほどに、市場の不確実性が高まり、投資における従来セオリーの多くが成り立たなくなる中で、オルタナティブは業界全体にとって、ますます存在感を増しており、非常に大きな成長分野であるといえるでしょう。

PGIM でも、古くからオルタナティブ資産に注力してきました。私たちは、50 年以上にわたってプライベート・アセットを運用し、2,500 億米ドル以上の運用資産残高を有しています。

不動産、インフラ、プライベート・クレジット、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド戦略など、様々なオルタナティブ戦略を幅広く開発し、運用してきました。

特に、不動産の運用においては、世界第 3 位の残高を誇るなど豊富な実績を持っています。昨年以降、日本の機関投資家さまから問い合わせをいただくことも多くなってきています。



変化する環境で 揺るぎない信頼を いただくために

私たちは、変化の激しい市場の中で、少しでもお客様のご参考になればとの思いで、経済や市場に対する情報提供にも力を入れています。

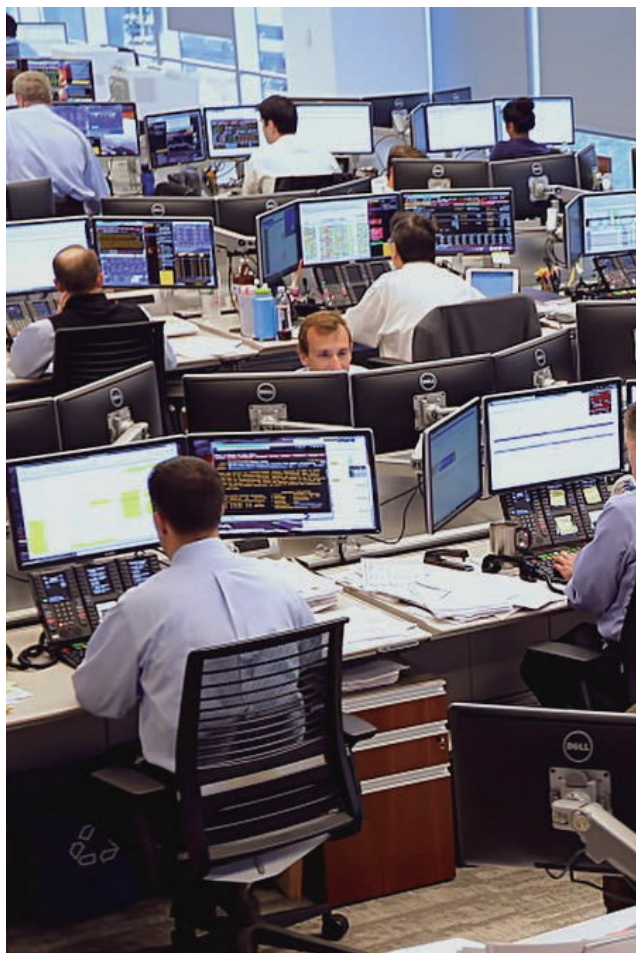
米国債務問題、世界を取り巻く地政学的なリスクなどの懸念材料がある中で、今後の経済見通しに関しても、これまでより PGIM 独自の視点をご紹介できるようになったと自負しております。

そのきっかけの一つがチーフエコノミストのダリブ・シンが、2022 年に PGIM フィクスト・インカムに入社したことです。彼は、バイデン政権で経済安全保障を担当する次席補佐官などを務めたユニークなキャリアを持っています。彼の独特の視点は、レポートやセミナーなどを通じてお客様に積極的にはご案内しています。

PGIM はアクティブ運用にフォーカスし、お客様の資産に超過収益を創出することをその使命としております。

多様なニーズへの機動的な対応、超過収益の創出に加え、私たちが目指すお客様との長期的な信頼関係の構築には、知的誠実性（インテレクチュアル・オネスティ）が不可欠だと考えます。

私たちは、相互信頼に基づく透明性の高い意思決定とチームワークを日々実践し、誠実に受託者責任を履行し、お客様の信頼に値する組織運営、お客様にご満足頂ける優れた運用サービスの提供に、これからも全力で取り組んでいきます。



みずほ信託銀行

みずほ信託銀行株式会社
総合戦略運用部長

吉部 徹 様

TORU YOSHIBE



みずほ信託銀行の アセットマネジメント 業務について

みずほ信託銀行総合戦略運用部で部長を務めております吉部でございます。
平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。また、当行のアセットマネジメント業務のご紹介の機会をいただき誠にありがとうございます。

当行は、お客さまのニーズに応えた資産形成・資産運用の活性化に貢献するため、時代の要請に対応した「選択と集中」により運用力を一層強化し、プロダクトラインアップ・ソリューション提供の充実を図っております。機関投資家のお客さまのオルタナティブ投資も含めた運用の多様化のニーズや、NISA や iDeCo といった税制度の後押しも捉えた個人のお客さまの中長期的な資産形成への要請に、グループ体となって応え、アセットマネジメントビジネスのさらなる成長を目指しております。

とりわけ、機関投資家のお客さまの運用の多様化ニーズに対しては、当行グループ各社の強みを最大限活かせる実務フローへ変更す

ることで従来以上に高品質な商品提供を行える体制を整えました。まず、2016 年 10 月、当行の資産運用部門の一部を会社分割し、DIAM アセットマネジメント株式会社、みずほ投信投資顧問株式会社および新光投信株式会社と資産運用機能を統合し、アセットマネジメント One 株式会社（以下、AM-One）が発足しました。これにより当行はファンドマネジメント業務を持たず、ゲートキーピング業務に特化した特色ある信託銀行となりました。その上で、2021 年 8 月より、ゲートキーピング業務の高度化を図るため、当行を含むグループ各社のソーシング、デューデリジェンス、モニタリング機能を最大限活用すべく、プロダクトごとにグループ会社からの助言を受ける実務フローを敷いております。信託銀行としての不動産知見等に強みを持つ当行が不動産ファンドを、本邦最大級の運用会社としての幅広いネットワークや自身の運用力に強みを持つ AM-One が主に伝統資産を、AM-One の 100%子会社でオルタナティブに特化した機能を持つアセットマネジメント One オルタナティブインベストメンツ（以下、AMOI）がヘッジファンドを中心としたオルタナティブ資産を担当することで、お客さまの多様化するニーズや市場環境の変化に応じた、より高品質な商品をご提供できる体制としております。

より高品質な商品のご提供事例

ここで、お客さまの多様化するニーズや市場環境の変化に応じたご提案の事例を2つご紹介いたします。1つ目は<ヘッジファンド・パッケージ>です。2008年の金融危機以降の伝統資産間の収益性相関の高止まりによる分散効果の低減を背景に、少額から複数の優良なヘッジファンドへの分散投資が可能な「ヘッジファンド・パッケージ」を組成いたしました。「ファンド選定・継続的なポートフォリオ管理の難しさ」や「最低投資金額のハードル」といったヘッジファンド投資の課題を乗り越え、市場環境に依らない絶対リターンが期待される戦略を効果的に組み合わせることにより、伝統資産との相関を抑制しながら安定的な運用収益の確保を目指すものです。

2つ目は<プライベート・パッケージ>です。近年オルタナティブ投資が加速する中、市場環境の影響を受けにくいプライベート・エクイティや不動産などのプライベート資産が採用検討対象の中心になっていますが、「一定の資産規模が必要であること」や「ファンド選定の難しさ」、更には「煩雑な事務手続」「流動性が低い」といったハードルが存在します。そこで、これまでプライベート資産への分散投資が難しかった企業年金向けのソリューションとして、少額からプライベート資産への分散投資が可能な「プライベート・パッケージ」を組成いたしました。プライベート・エクイティ、プライベート・デット、インフラストラクチャー、不動産といった複数のプライベート資産に投資するプライベート・マルチアセット戦略で、中長期的に安定的リターン獲得を目指し、四半期での流動性を備えた商品設計を実現しました。

サステナビリティへの取り組みについて

ここまで、当行のアセットマネジメントビジネスの体制や取り組み事例をご紹介してきましたが、昨今、社会的に注目の集まっておりますサステナビリティへの取り組みについてご紹介いたします。

当行は、2019年9月に「責任ある投資への取組方針」を定め、原則として全ての資産において、持続可能な社会・経済の実現に向けた取組みを投資戦略やファンド特性に応じて投資判断に活用する責任ある投資を実践しています。当行は、自ら直接的に議決権行使の実務や目的を持った対話（エンゲージメント）を行わないことから、お客さまや運用機関と対話し、把握した持続可能な社会・経済の実現に向けた取組みに関する考え方や活動内容などを活用して、運用機関／運用戦略を適切に選定しています。

具体的には、①持続可能な社会・経済の実現に向けた取り組みに関する考え方について、お客さまと「対話」すること ②持続可能な社会・経済の実現に向けた取り組みに関する考え方や活動内容について、運用機関と「対話」すること ③お客さまの考え方や資産クラス毎の特性に応じ、①②で把握したお客さまの考え方や運用機関の持続可能な社会・経済の実現に向けた取り組みに関する活動内容を適切に考慮のうえ、運用機関／運用戦略を「選定」すること（なお、ESG課題への意識が希薄な運用機関／運用戦略については「選定」から除外します） ④投資行動や運用実績のみならず、当行や運用機関の持続可能な社会・経済の実現に向けた取り組みに対する考え方や活動内容について「報告」し、更なるお客さまとの「対話」に活用する



こと ⑤運用機関や有識者との定期的な情報交換・議論、国連責任投資原則（PRI）をはじめとした各種イニシアティブへの参画などを通じた知見や実力の向上を図ること、この5つの実施事項の循環の中で「責任ある投資」を実践しております。

また、当行が運用を再委託している AM-One につきましては、2022 年 11 月に、それまで重点的に取組みを強化してきた「ESG インテグレーション」及び「スチュワードシップ活動」に加え、「ポジティブな社会的インパクトの創出」、「持続可能な社会へのトランジションの後押し」、「エクスクルージョン」を新たな軸とし、同社の「サステナブル投資方針」を策定しました。この方針は、「投資の力で未来をはぐくむ」を掲げる同社が、持続可能な地球環境・社会を実現するための投資行動を定めるものです。グローバルな環境・社会課題をダイナミックに捉え、コア・マテリアリティを特定した同社独自のマテリアリティ・マップを羅針盤として、強い覚悟を持って投資方針で定めた「投資の力で未来をはぐくむ」アクションを推進します。同社は、アジア有数の資産運用会社として、同社の投資行動がグローバルな環境・社会に与える影響は小さくないと認識しています。また、持続可能な社会の実現が、お客さまの中長期的な投資収益の拡大のために不可欠であると考えています。こうした考えに基づき、コーポレート・メッセージ「投資の力で未来をはぐくむ」を体現する資産運用会社として、受託者責任を踏まえサステナブル投資を積極

的に推進します。本方針は、同社が運用するすべてのプロダクト（運用権限を外部に委託しているものも含む）においてお客さまのご意向を踏まえて順次適用され、投資対象資産・地域及び投資戦略の特性に応じたサステナブル投資を実践します。

アセットマネジメント ビジネスの分野でみずほ 信託銀行が目指す姿

機関投資家のお客さまの運用ニーズが益々多様化するとともに、アセットマネジメントビジネスの環境も大きく変化してきています。社会・企業の皆さまの「人的資本拡充」へのご関心が確実に高まっており、企業年金を含めた退職給付制度の社会的意義および付加価値の創造性がより一層高まっていくこと、政府の資産所得倍増プランを追い風に NISA や iDeCo をはじめとして個人の資産形成への取組が加速していくことも環境認識として捉え、私どもは社会的使命を帯びたエッセンシャル業務の担い手として、一人ひとりが専門性に磨きをかけることで、社会インフラを支える「専門家集団」を目指すとともに、お客さま目線で常に寄り添い続けることで、お客さまのベストパートナーとして自負・誇りをもち、存在感をお示しして参りたいと考えております。



新型コロナで再確認された 財政政策の優位性 ～現代貨幣理論（MMT） の意義を改めて検証

岡三証券株式会社
シニアエコノミスト

松本 賢 様

KEN MATSUMOTO



現代貨幣理論（MMT）の 意義は失われたのか

新型コロナを契機とした高インフレに対し、日本銀行はここまでマイナス金利の解除に踏み切らず緩和的な政策を維持している。一方で、米国の連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）はともに短期間で大幅に政策金利を引き上げ、2%のインフレ目標達成が明確に視野へ入るまで引き締めの政策を継続する方針である。FRBのパウエル議長は、1970～80年代のインフレ抑制の失敗を教訓に、インフレの再加速や高止まりの回避を最優先し、状況次第ではデュアル・マンドートの一つである「雇用の最大化」を犠牲にするスタンスである¹。そのため、今後もインフレ率が上振れると見込まれれば、追加的な利上げを行い、実質金利を自

然利子率（景気に対し中立的とされる利子率）に対し「十分に引き締めの」な水準にまでさらに引き上げていく見込みである。

こうした政策は、中央銀行が自然利子率の水準をある程度正確に把握し、金利を操作することで雇用と物価を目標に近づけていくことが可能であるという前提に立つ。金融政策が主体的に景気安定の役割を担うという主流派的な考えである。対して、異端派とも言える貨幣論から立脚し、政府の財政政策が主導して完全雇用や物価の安定などを果たしていくべきであるという主張で近年話題となっていたのが、現代貨幣理論（MMT）である。こうした MMT の主張は、金融政策が主体とも言える現代の経済政策とは正反対の発想であり、主要国が低インフレからの脱却に長く苦慮していた 2018 年頃から注目を集めてきた。

¹ Powell, J.H., 「Monetary Policy and Price Stability」 (2022, August 26) , “Reassessing Constraints on the Economy and Policy” , Jackson Hole, Wyoming <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

いわゆる主流派に分類される著名な経済学者が MMT を異端扱いし、同派の学者と論争になったことも話題となった²。しかし、新型コロナによって世界的にインフレ率が上昇した現在では、反 MMT 派が 2022 年に起きた英国の金利急騰を引き合いにして、MMT の説得力は完全に失われたとの主張を強めている³。果たして、MMT の主張は全くの誤りで、今後も無視されるべきものであると言えるのだろうか。ここでは、MMT の主張と主流派の対立点を改めて整理し、新型コロナ以降の実際の経済動向を踏まえ、その意義を考える。

MMT の概要

まずは MMT が主張するポイントを以下にまとめる⁴。

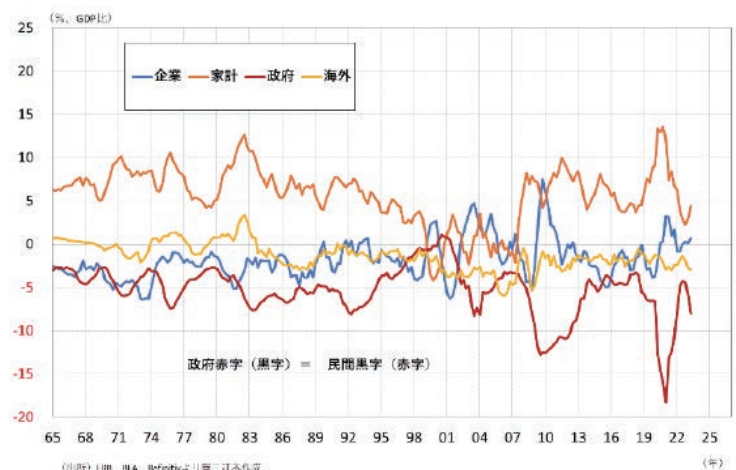
- ①貨幣（マネーサプライ）は中央銀行の利子率操作などにより「外生的」に供給されるのではなく、資金需要に対応した銀行貸し出しにより「内生的」に供給される（これは MMT に限らず一般的に「内生的貨幣供給論」と呼ばれる）
- ②中央銀行には貨幣量をコントロールする能力はなく、政策金利を一定に維持するための従属的な存在である（「同調的金融政策」）
- ③貨幣供給の主導的な役割を担うのは財政政策であり、中央銀行を合わせた統合政府が財政支出によって民間に貨幣を供給し、反対に徴税によって貨幣を吸収し、総量がコントロールされる
- ④政府の支出は民間の貯蓄となるため、政府赤字（黒字）＝民間黒字（赤字）である（海外は除外）

- ⑤通貨発行権を有する政府には財政破綻を起こすリスクが存在しないため、財政支出の制約は均衡収支ではなく、需要が労働力や生産能力、資源などの実物的な供給キャパシティを上回ることによって発生するインフレである
- ⑥政府は財政収支の均衡でなく常に完全雇用を維持することで経済的安定を果たすべきである（「機能的財政論」）

図：主要部門の資金過不足（日本）



図：主要部門の資金過不足（米国）



² Kelton (2019)

³ Brooks, R., Fortun, J., Pingle, J. (2022)

⁴ Lerner (1943)、Kelton (2020)、Wray (2015)、永濱 (2020)、野口 (2019) を参照

これらを踏まえ、MMT が政策提言として中核に据えるのが、全ての労働希望者を政府が最低賃金で無条件に雇用することで完全雇用を常態的に維持する、雇用保証プログラム（Job Guarantee Program、以下 JGP）の導入である。不況期であれば政府が失業者を雇用することで景気を下支えし、好況期であればより高賃金の民間企業に労働者が転職することで労働需給が緩むことから、景気の自動安定化効果が働くと考えられている。

主流派との相違点

MMT は異端的な理論であると主流派から全面的に否定されることが多いものの、特定の経済環境下では、細かい政策論を除けば双方の主張に齟齬が生じないことが指摘できる。主流派の中でも、反緊縮派と言えるポール・クルーグマン、ジョセフ・スティグリッツ、オリビエ・ブランシャールらは景気後退期には財政赤字の拡大を許容し、積極的な財政政策をとるべきとの考えである。両者の主張で大きく異なる点の一つが、財政拡大時のクラウディング・アウトの考え方である。クラウディング・アウトとは、政府支出によって財政赤字が拡大して国債が新規発行されると、民間の貯蓄を吸収するため金利が上昇し、結果的に投資が減少するという主流派が支持する概念であるが、MMT は、クラウディング・アウトを基本的に否定する。つまり、政府が支出を行えば、最終的に銀行の準備預金が増加するため、むしろ銀行間の貸出金利には低下圧力がかかる（クラウディング・イン）とし、政策金利の水準を維持する必要性から、国債発行によって金利を引き上げる（すなわ

ち国債発行の目的は財源確保ではない）、という考え方である。MMT と主流派の主張を詳細に解説している野口（2019）は、主流派も不完全雇用下でクラウディング・アウトの効果が小さいことは認めるものの、MMT は完全雇用下でも財政支出による金利上昇が発生しない立場であることを批判的に指摘している。MMT に批判的なポール・クルーグマンもこのクラウディング・インに関する主張を問題視している⁵。

もう一つの相違点が、金融政策に関する考え方である。先述のように、MMT は中央銀行を従属的な存在であると捉えており、政策金利は景気の状態にかかわらず常に一定とすべきという考えである（MMT 提唱者の一人であるビル・ミッチェル教授はゼロ金利で固定すべきと主張する⁶）。これは、需給ギャップとインフレギャップを考慮した政策金利ルールとして広く認知されているテイラールールや、自然利子率に対する実質金利操作で政策目標の達成を目指す主流派的な金融政策の考えと著しく異なる点である。政策金利を一定にする同調的金融政策に対して野口（2019）は、「ヴィクセルの不均衡累積過程」を用いて、成長率に対し緩和的な政策金利が設定されていれば、常に低い金利で高い投資リターンを得られるため経済は累積的に過熱（インフレが加速）し、逆に引き締めの水準で固定されれば、逆のパターンで経済の累積的な停滞（デフレの加速）が発生することが問題であると指摘している。

以上でいくつか存在する MMT と主流派との相違点のうちの 2 つを述べたが、前者に関しては、MMT の基本的な主張として資源や生産の供給を上回る過度な需要創出には否定的で、財政支出を続ければインフ

⁵ Krugman (2019)

⁶ Mitchell (2009)

⁷ 他にも Kelton (2019) はクルーグマンへの反論をしている

レ・高金利を招くと述べていることから、必ずしも完全雇用下におけるクラウドイング・インを主張しているとは言えないと考える⁷。後者に関しても、MMT 派を代弁するならば、JGP の導入で景気の自動安定化効果を発揮できるため、金融政策に頼らずとも景気の過熱・停滞は対処可能であると反論できるだろう。景気の自動安定化効果としては、JGP の他にも所得税など累進課税制度が有効的であるとも指摘できる。

一方で筆者も、現実世界で JGP が十分に機能するかはやや疑問に感じている。例えば、米国で直近に見られたような、非常にタイトな労働需給下においても JGP が十分な景気抑制効果を発揮できるのかという点に懐疑的である。JGP は好況時においても最低賃金を維持するため、労働者により高賃金の民間企業に転職するインセンティブが働き、労働市場の需給が緩むことを前提にしているが、近年のような人手不足状態においてはそうした効果は限定的であるように思える。なお、不況下において民間の失業者が大幅に増加した場合には JGP が雇用の受け皿となり景気の下支え効果が見込めるであろうが、高い経済効果を見込める職業を果たして十分に提供できるのか、イメージがつきにくい。経済全体の供給能力拡大に寄与するような職種を割り当てることが出来なければ、現金給付や失業手当を与えることと大差がなくなってしまう。

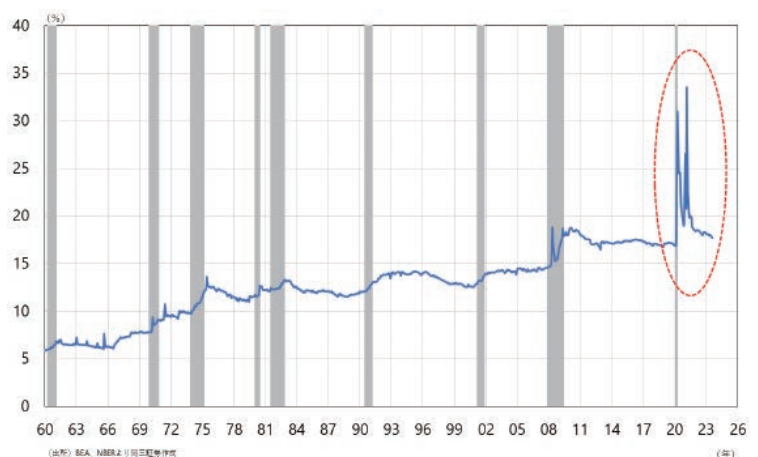
財政政策の優位性が改めて鮮明に

しかし、より重要なのはこうした細かい政策論ではなく、政府の支出は民間の貯蓄〔政府赤字（黒字）＝民間黒字（赤字）〕である

という単純な事実や、通貨発行権を有する統合政府にとって徴税は財源ではないこと、果たすべきは完全雇用の維持であり財政収支の均衡ではないことなど、より本質的な財政政策や貨幣論への示唆であろう。これらは、個別的には従前より反緊縮派からも指摘されてきたことではあるが、体系的な理論として MMT が世間の注目を集めることに成功した点は大きな功績であると言えるだろう。そして、新型コロナ以降の経済動向を踏まえれば、MMT など財政主導派の説得力がより増していると指摘できる。

新型コロナ前後の金融・財政政策とその効果を振り返ると、金融政策においては、新型コロナ前の低インフレ下には大規模な金融緩和、現在の高インフレには急速な利上げで対応しているものの、いずれも即効性のある、十分な効果が示されているとは言えない。一方で、財政政策では、新型コロナ後の現金給付をはじめとする大規模な支出が民間の貯蓄となり、膨大な消費・投資の財源へと転化した。過去にない規模の貯蓄を得た民間の消費や投資は強力で、供給制約も相まって近年ないインフレに繋がり、特に米国では急速な金融引き締め下にもかかわらず現在も景気拡大が続いている。实体经济への波及がより直接的・即効的という点において、財政政策の優位性が改めて鮮明になったと言えるだろう。

図：移転所得 / 個人所得比率（米国）



中長期の成長も 財政政策が重要

中長期の経済成長に目を向けると、先進国の人口の増加率はさらなる低下が見込まれており、労働人口と労働生産性の伸びの合計である潜在成長率には低下圧力がかかり続ける可能性が高い。労働生産性が大幅に改善しない限り潜在成長率が鈍化していくため、中長期的には現在の高インフレや高金利は徐々に

鈍化・低下し、新型コロナ以前の状態に近づいていくことが考えられる。労働生産性を高めるには継続的な投資の拡大が不可欠であるが、財政収支の均衡を念頭に置いた現状の財政政策運営ではその規模が制約されかねない。MMT の概念を完全には取り込まずとも、機能的財政論を参考に、金融政策一辺倒ではない、より能動的な財政政策をとることが、景気の安定や成長力を今後高めていく上での有効な手立てではないかと考える。

【参考文献】

永濱利廣（2020）『現代貨幣理論 MMT とケインズ経済学』ビジネス教育出版社。

野口旭（2019）「MMT（現代貨幣理論）の批判的検討—政府と中央銀行の役割」ニューズウィーク日本版、<https://www.newsweekjapan.jp/noguchi/2019/07/mmt1.php>、（参照 2023-10-02）。

Brooks, R., Fortun, J., Pingle, J. (2022), "Global Macro Views – The End of the MMT Illusion", Institute of International Finance, https://www.iif.com/portals/0/Files/content/IIF110322_GMV.pdf、（参照 2023-10-03）。

Kelton, S. (2019, March 1), "Paul Krugman Asked Me About Modern Monetary Theory. Here Are 4 Answers.", *Bloomberg*, <https://www.bloomberg.com/view/articles/2019-03-01/paul-krugman-s-four-questions-about-mmt>、（参照 2023-10-05）。

Kelton, S. (2020), *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*, PublicAffairs.

Krugman, P. (2019, February 25), "Running on MMT (Wonkish)", *The New York Times*, <https://www.nytimes.com/2019/02/25/opinion/running-on-mmt-wonkish.html>、（参照 2023-10-10）。

Lerner, A. P. (1943), "Functional Finance and the Federal Debt", *Social Research*, Vol.10, No.1, pp.38-51.

Mitchell, W. (2009, August 30), "The natural rate of interest is zero!", William Mitchell Modern Monetary Theory, <https://billmitchell.org/blog/?p=4656>、（参照 2023-10-10）。

Powell, J.H., "Monetary Policy and Price Stability" (2022, August 26), "*Reassessing Constraints on the Economy and Policy*", Jackson Hole, Wyoming <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>、（参照 2023-10-10）。

Wray, L. R. (2015). *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Second Edition. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan Books.

第1回 ゆうちょ資産研懇談会を開催

2023.9.12

ゆうちょ銀行不動産投資部
矢口一成

資産の運用及びその市場に関する調査研究及び情報の収集整理のために、市場取引・運用・研究に関わる実務者を招いて懇談会を開催しました。



開催日時 2023年9月12日（火） 17:00～18:30

開催場所 大手町プレイスカンファレンスセンター2階ホール B

第 1 部 講演「現下の不動産マーケットに関する理解」
株式会社ゆうちょ銀行
常務執行役員不動産投資部長 矢口一成 様

第 2 部 意見交換・懇親



小笠原理事長



第1部 講演中



かんぽ生命 谷垣社長



ゆうちょ銀行 笠間副社長



第2部 会場様子



前川専務理事

ゆうちょ資産研究センター

2023年度 金融・経済に関する 研究助成論文報告会を開催

ゆうちょ財団が助成を行った5件の論文について、それぞれの執筆者にその内容を簡潔に解説・報告していただきました。

開 催 日	2023年8月3日(木) 15:00～17:00 (オンライン Zoom 会議)
-------	---

報 告 者	テ ー マ
明治大学 教授 伊藤 隆康	COVID-19（新型コロナウイルス）危機が主要国の信用リスクに与えた影響の検証
西南学院大学 教授 丹波 靖博	日本における新型コロナウイルスの地方債市場へのインパクトとリスク管理に関する考察（共同研究）
同志社大学大学院 教授 吉田 悦章	ESG 投資とイスラム金融： 制度的類似性と株価・企業行動等への影響の検証
敬愛大学 教授 和田 良子	あいまいさ回避度およびあいまいな情報のトリートメント能力が家計の株式保有にもたらす影響 —経済実験およびフィールドデータとの整合性によるモデルの検証—
筑波大学 教授 内藤 久裕	モバイルマネーの使用は貯蓄を増加させるか？ ジンバブエのデータからの分析

個別の論文はホームページをご参照ください。

https://www.yu-cho-f.jp/ar_center/research_aid/ronbunkensaku.html



ゆうちょ資産研究センター

第22回 ゆうちょ資産研セミナーの開催

ゲストスピーカーに日本郵政 取締役兼代表執行役社長 増田 寛也様と NRI 野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト 木内 登英様をお迎えし、ご講演いただきます。

日時：2024年2月27日(火) 13:55～16:00 (13:30開場)

会場：大手町プレイスカンファレンスセンター 2Fホール



増田 寛也 様



木内 登英 様

ゆうちょ資産研究センター

第14回「名言はがき等コンクール」の作品募集



「名言はがき等
コンクール
入賞作品」サイト

募集期間

2023年10月1日～2024年1月10日 (必着)

送付先

〒104-0054
東京都中央区勝どき 6-5-23
名言はがき等コンクール事務局 係

お問い合わせ先

一般財団法人 ゆうちょ財団 ポスタル部
Tel. 03-5275-1813

応募要領など詳細はこちら

<https://www.yu-cho-f.jp/postal/competition.html>

たくさんのご応募を
お待ちしております。

ポスタル部

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ゆうちょ銀行の笠間副社長と岡三証券グループの新芝社長から特別にご寄稿いただきました。

笠間副社長の「基本に忠実であること」や「情報収集とコミュニケーション」を大切にされているエピソード、新芝社長の就社当初・留学時代の失敗談や創業 100 周年を迎えてのお気持ちなどを読ませていただき、両経営トップのお人柄や仕事への情熱に触れることができました。

今後も皆様のお役に立てるような記事を提供してまいりたいと思っています。ご執筆いただいた方々には心より感謝申し上げます。

(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