

変化する内外経済動向の中における 資産運用立国実現への課題

株式会社 大和総研
理事長 中曾 宏
2024年2月9日

IMFによる世界経済見通し（2024年1月）

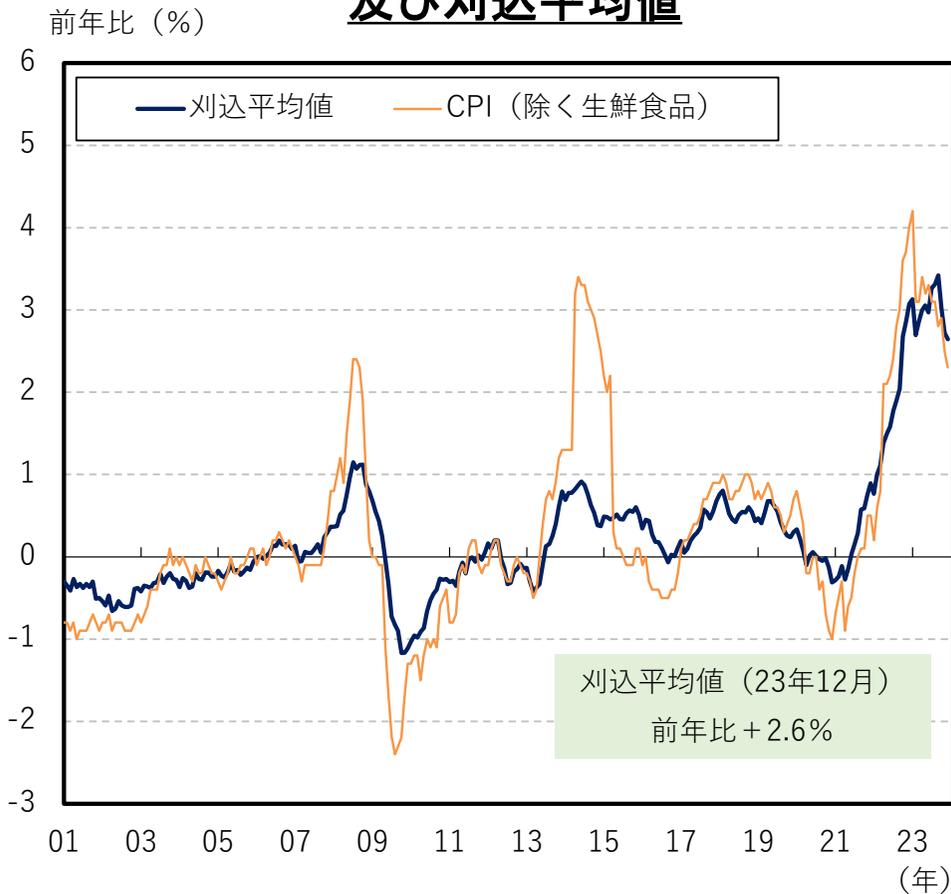
(%、%pt)

| | 推計 | 予測 | | 修正幅 | |
|-----------|------|---------|------|--------------|------|
| | | 24年1月時点 | | 23年10月→24年1月 | |
| | | 2023 | 2024 | 2025 | 2024 |
| 世界 | 3.1 | 3.1 | 3.2 | 0.2 | 0.0 |
| 先進国 | 1.6 | 1.5 | 1.8 | 0.1 | 0.0 |
| 米国 | 2.5 | 2.1 | 1.7 | 0.6 | -0.1 |
| ユーロ圏 | 0.5 | 0.9 | 1.7 | -0.3 | -0.1 |
| ドイツ | -0.3 | 0.5 | 1.6 | -0.4 | -0.4 |
| 英国 | 0.5 | 0.6 | 1.6 | 0.0 | -0.4 |
| 日本 | 1.9 | 0.9 | 0.8 | -0.1 | 0.2 |
| 新興国 | 4.1 | 4.1 | 4.2 | 0.1 | 0.1 |
| 新興アジア | 5.4 | 5.2 | 4.8 | 0.4 | -0.1 |
| 中国 | 5.2 | 4.6 | 4.1 | 0.4 | 0.0 |
| インド | 6.7 | 6.5 | 6.5 | 0.2 | 0.2 |
| 新興欧州 | 2.7 | 2.8 | 2.5 | 0.6 | 0.0 |
| ロシア | 3.0 | 2.6 | 1.1 | 1.5 | 0.1 |
| 中南米・カリブ | 2.5 | 1.9 | 2.5 | -0.4 | 0.1 |
| ブラジル | 3.1 | 1.7 | 1.9 | 0.2 | 0.0 |
| 中東・中央アジア | 2.0 | 2.9 | 4.2 | -0.5 | 0.3 |
| サブサハラアフリカ | 3.3 | 3.8 | 4.1 | -0.2 | 0.0 |
| その他 | | | | | |
| ASEAN-5 | 4.2 | 4.7 | 4.4 | 0.2 | -0.1 |

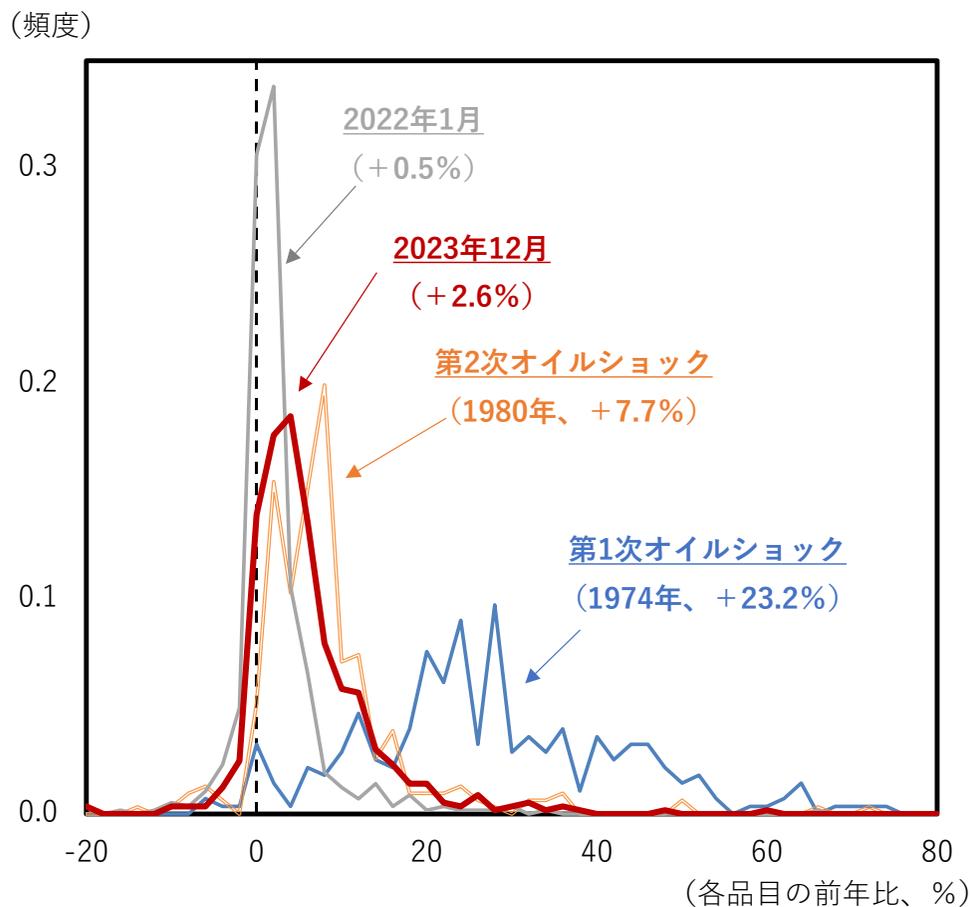
(出所) IMF “World Economic Outlook” より大和総研作成

消費者物価の変動

日本のCPI(除く生鮮食品) 及び刈込平均値



CPI採用品目の価格上昇率分布



| < 前年比0%以下の品目割合 > | | | |
|------------------|-----|------------|-----|
| 第1次オイルショック | 5% | 第2次オイルショック | 9% |
| 2022年1月 | 41% | 2023年12月 | 19% |

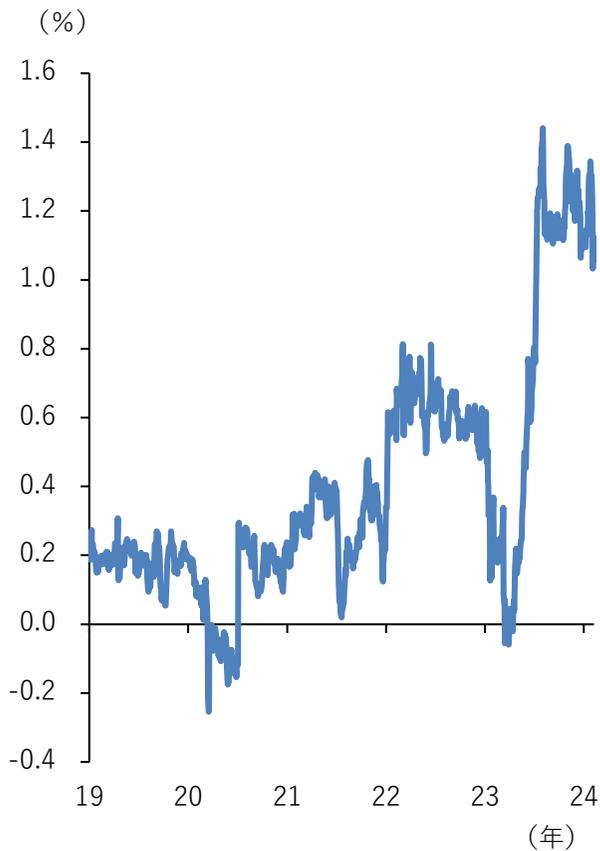
(注) 左図の刈込平均値は、価格変動が大きい品目（上下各10%）を機械的に控除した値。右図の各時点の括弧内にある値はCPI総合指数の前年比。

80%を超える上昇品目、▲20%を超える下落品目の頻度はわずかであるため表示していない。

(出所) 日本銀行、総務省統計より大和総研作成

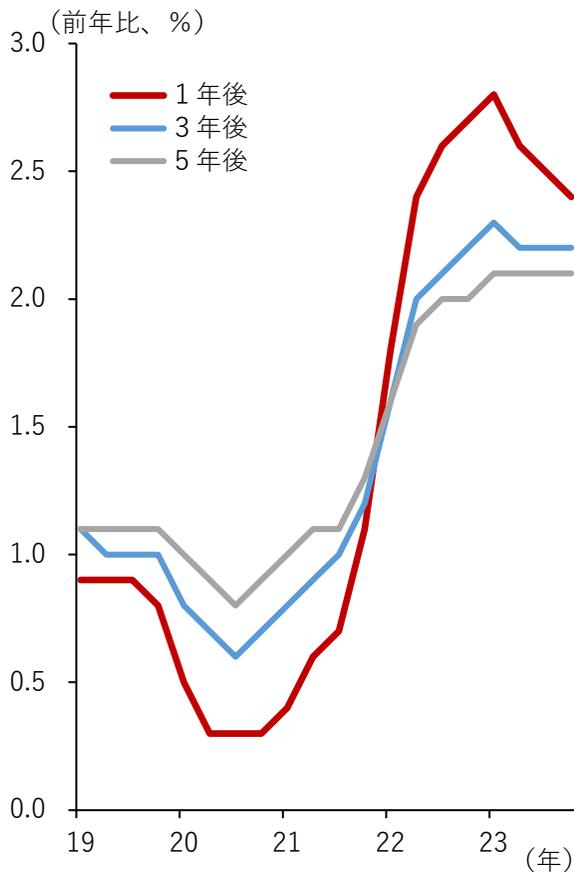
市場・企業・家計の物価見通し

5年先5年物
ブレイクイーブンインフレ率



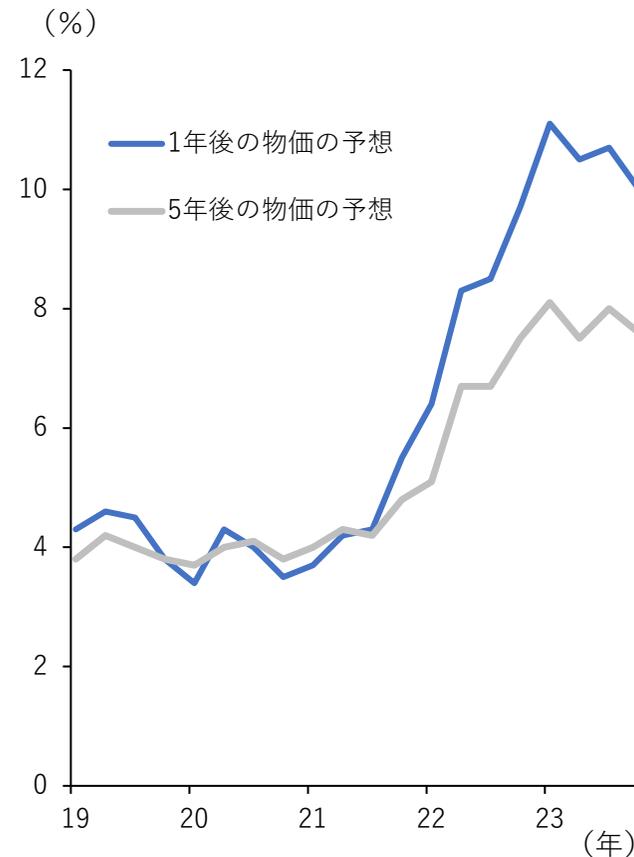
(出所) Bloombergより大和総研作成

企業の物価見通し
(見通しの平均)



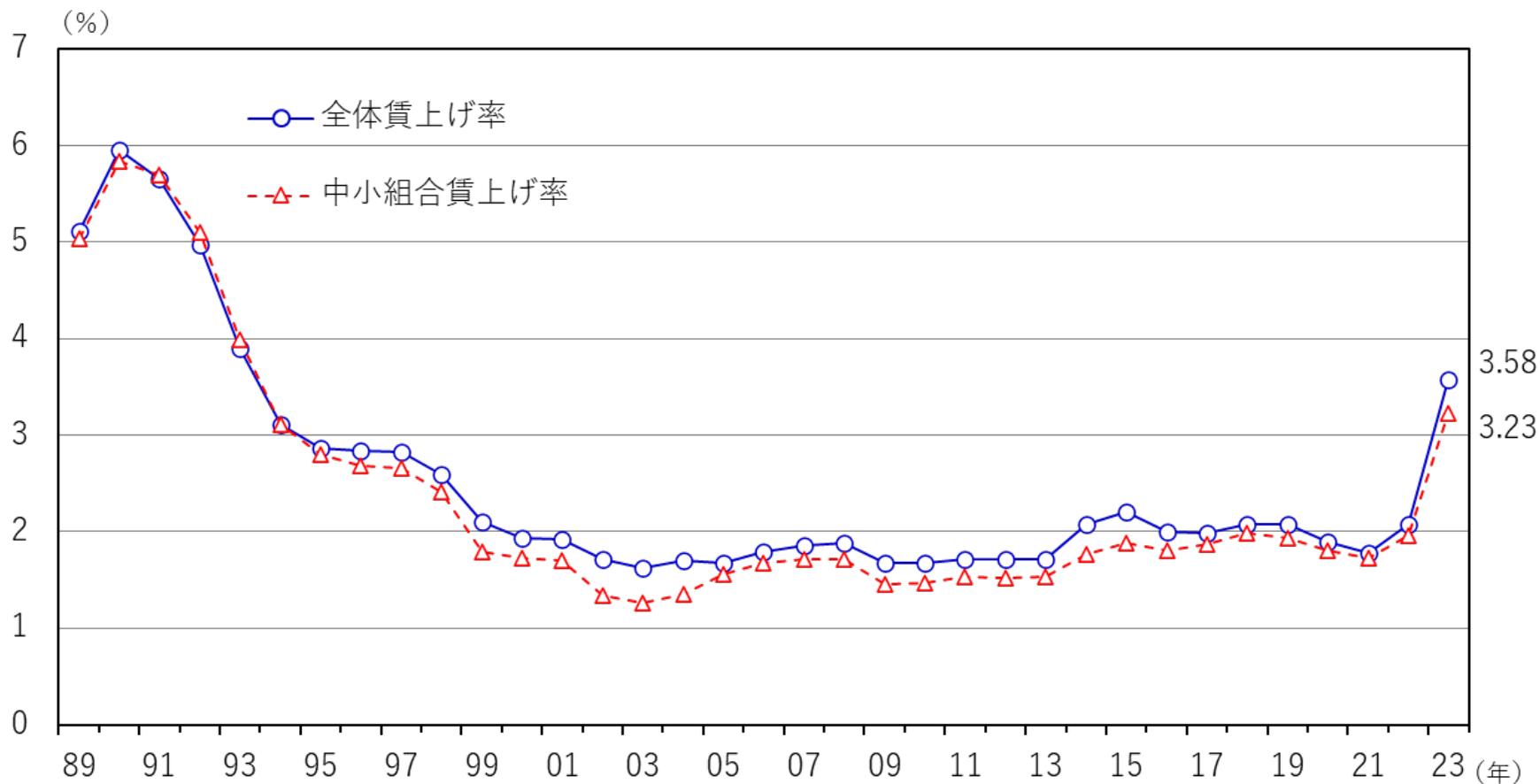
(注) 全規模全産業。
(出所) 日本銀行より大和総研作成

家計の物価見通し
(見通しの平均)



(出所) 日本銀行より大和総研作成

春闘賃上げ率の推移



(注1) 中小組合は組合員300人未満の組合。

(注2) 集計組合員数による加重平均（平均賃金方式）。

(出所) 日本労働組合総連合会（連合）より大和総研作成

経済・物価見通し

◆実質GDP成長率

| (前年比%) | DIR | ESP | 日銀 |
|--------|-----|-----|-----|
| 2023年度 | 1.8 | 1.5 | 1.8 |
| 2024年度 | 1.3 | 0.9 | 1.2 |
| 2025年度 | — | 0.9 | 1.0 |

◆CPI(除く生鮮食品)

| (前年比%) | DIR | ESP | 日銀 |
|--------|-----|-----|--------------|
| 2023年度 | 2.8 | 2.8 | 2.8 (3.8) |
| 2024年度 | 2.8 | 2.2 | 2.4 (1.9) |
| 2025年度 | — | 1.6 | 1.8 (1.9) |

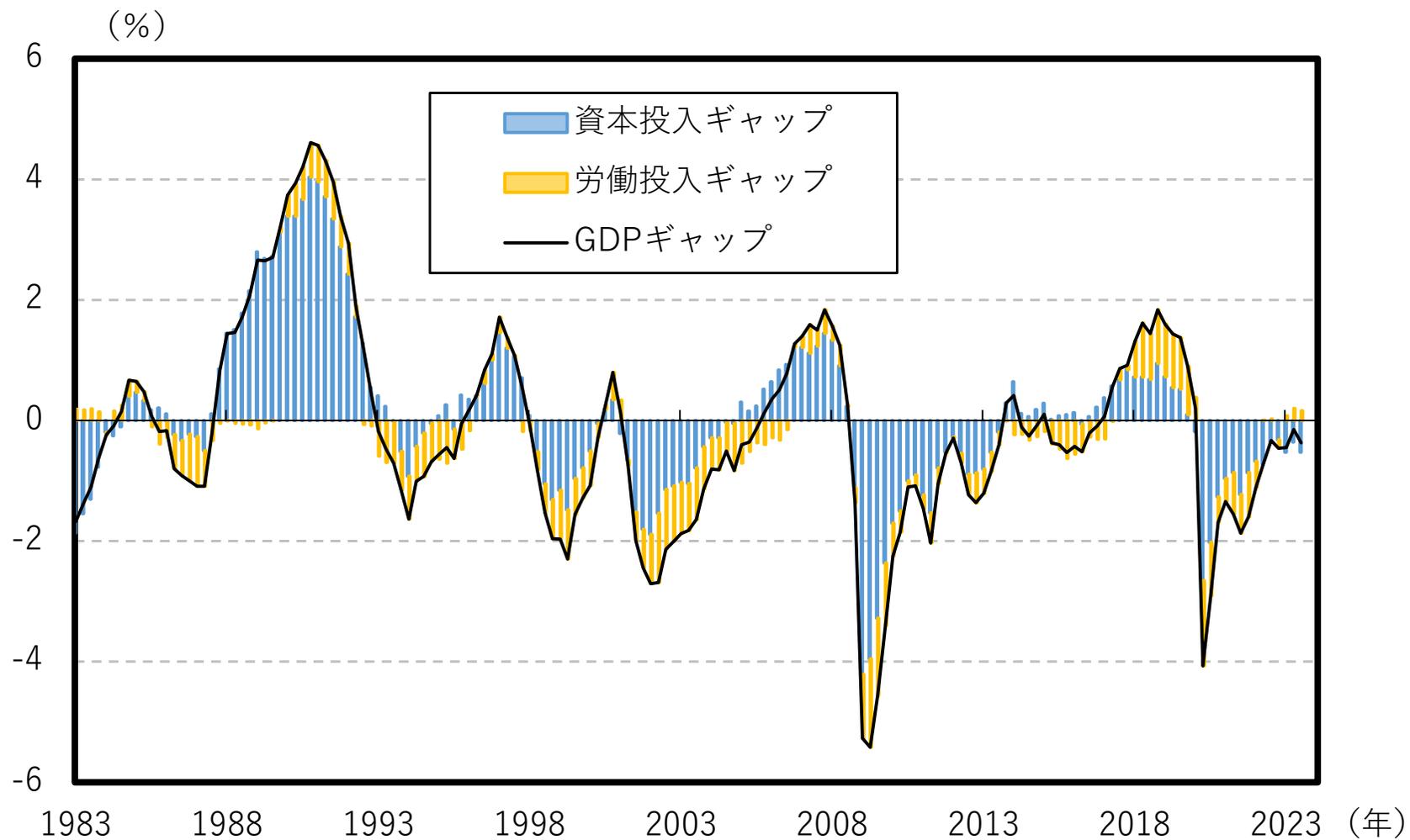
(注) 日銀の見通しは、政策委員見通しの中央値。日銀の括弧内は、CPI(除く生鮮食品・エネルギー)。

(出所) DIR：第219回日本経済予測(改訂版)(2023年12月)

ESP：日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査(2024年1月調査)

日銀：経済・物価情勢の展望(2024年1月)

需給ギャップ



(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

FRBの出口戦略を巡る流れ

| | | |
|----------|------------------------|---------------------------|
| 2013年5月 | テーパー・タントラム(バーナンキ・ショック) | |
| 2013年12月 | 資産買入れ縮小開始の表明 | |
| 2014年1月 | 資産買入れ縮小開始 | |
| 2014年9月 | 政策正常化の原則と計画 | |
| 2014年10月 | 資産買入れの終了 | |
| <hr/> | | |
| 2015年12月 | 政策金利の引上げ開始 | 政策正常化第一サイクルの開始 |
| | 追加利上げ | |
| 2017年6月 | 政策正常化の原則と計画の補記 | |
| | | 2017年10月 バランスシートの縮小(QT)開始 |
| | | 2019年5月 保有国債の毎月の縮小ペースを鈍化 |
| 2019年6月 | 利上げの様子見姿勢 | |
| 2019年7月 | 政策金利の引下げ | |
| | | 2019年8月 バランスシート縮小の停止 |
| <hr/> | | |
| 2022年3月 | 政策金利の引上げ開始 | 政策正常化第二サイクルの開始 |
| | 追加利上げ | |
| | | 2022年6月 バランスシートの縮小(QT)開始 |

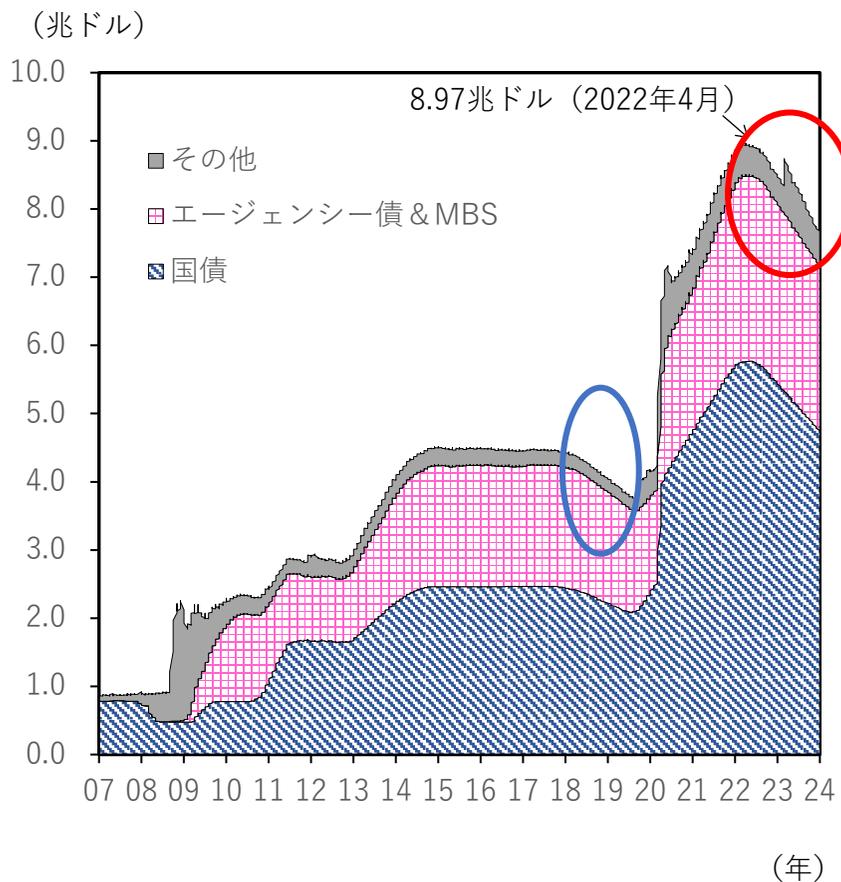
(出所) FRBより大和総研作成

「政策正常化の原則と計画」に掲載された主な正常化手法

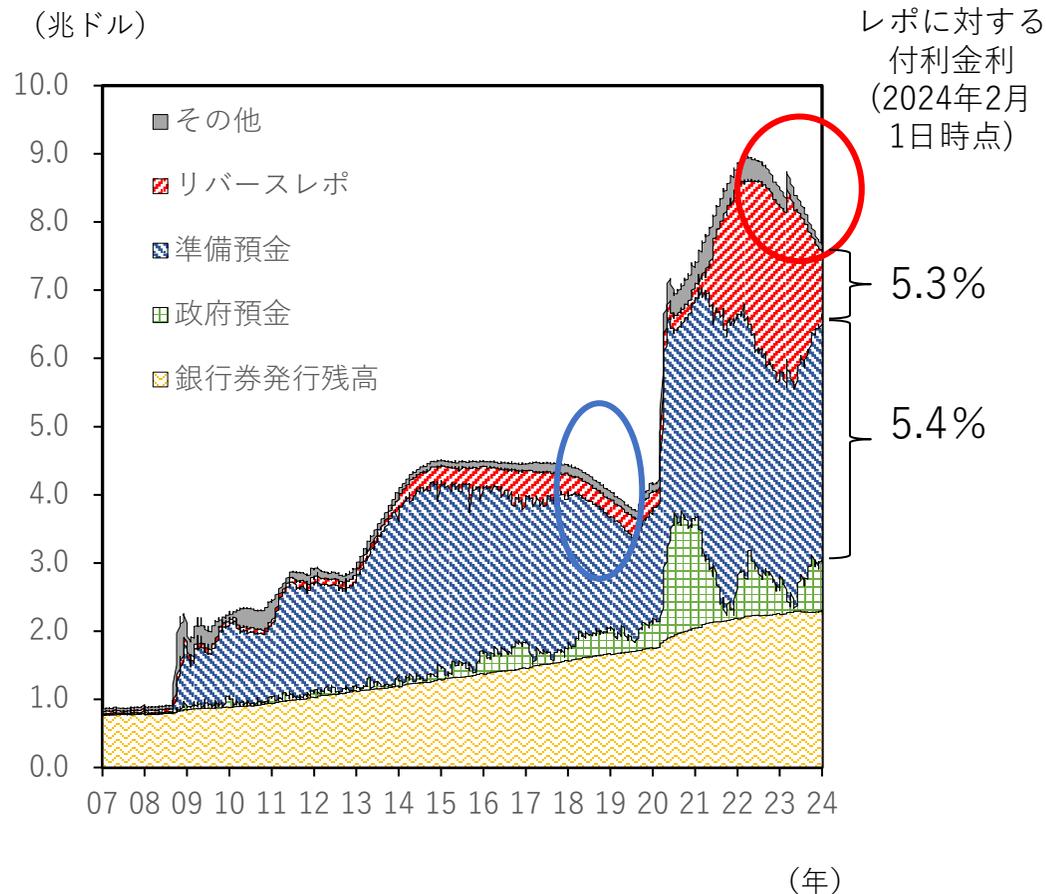
- ① 最初に政策金利の引上げを開始した後、バランスシートの縮小に着手する
- ② FF金利の目標レンジへの誘導は、主として「超過準備」への付利金利を操作することによって行う
- ③ FF金利の制御を支援するため、資金吸収手段であるONリバースレポを補完的に活用する
- ④ FRBが保有する国債等の証券保有残高の縮小は、基本的に償還が到来した証券の再投資額を徐々に減額することにより、ゆっくりと、かつ予見可能な形で実施する

FRBのバランスシート

資産

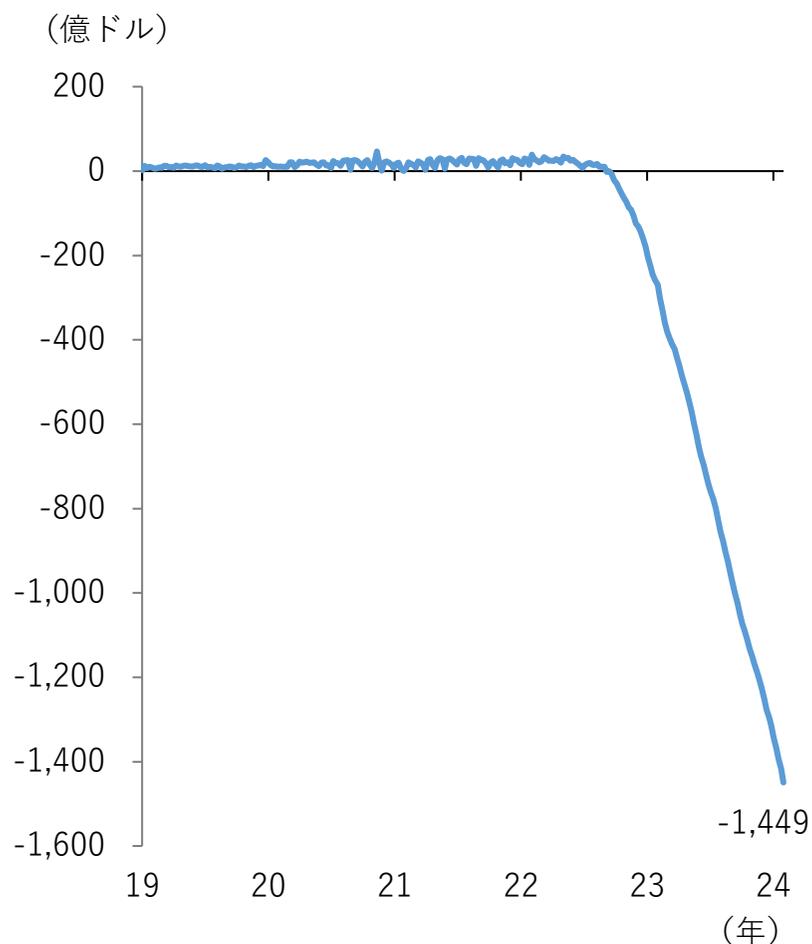


負債



(出所) FRBより大和総研作成

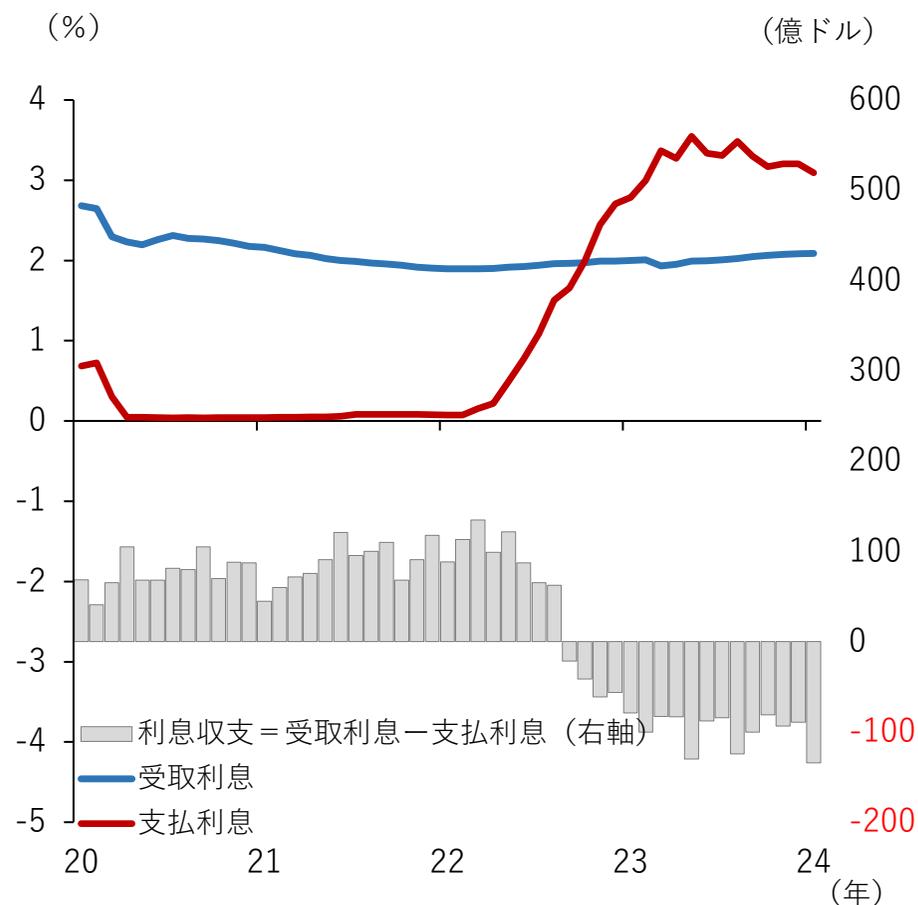
FRBの損益の推移



(注1) プラスの値は米財務省への納付金推定額。マイナスの値は累計の赤字額。累計の赤字が解消され、利益が生じたときに財務省への納付が再開される。

(注2) 直近値は、2024年1月31日時点。

(出所) FRBより大和総研作成

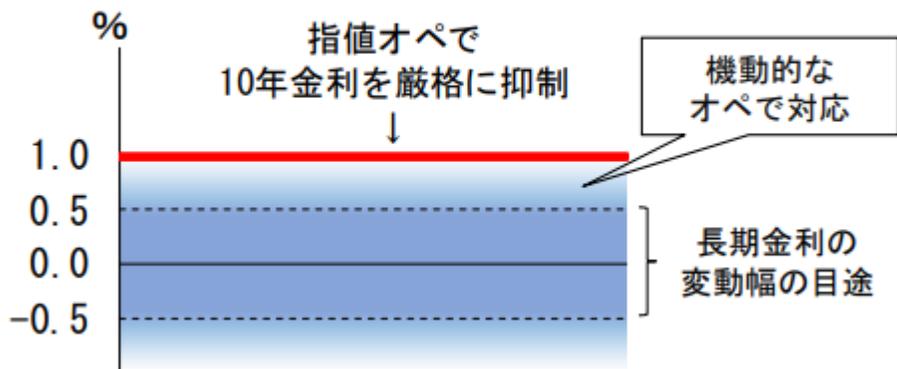


(注) 受取利息は国債、エージェンシー債、MBSの各銘柄のクーポンから受取利息額の合計を推計し資産残高で除した割合、支払利息は預金取扱期間の準備預金、リバースレポに対する利払いの合計額を推計し負債・純資産残高で除した割合。

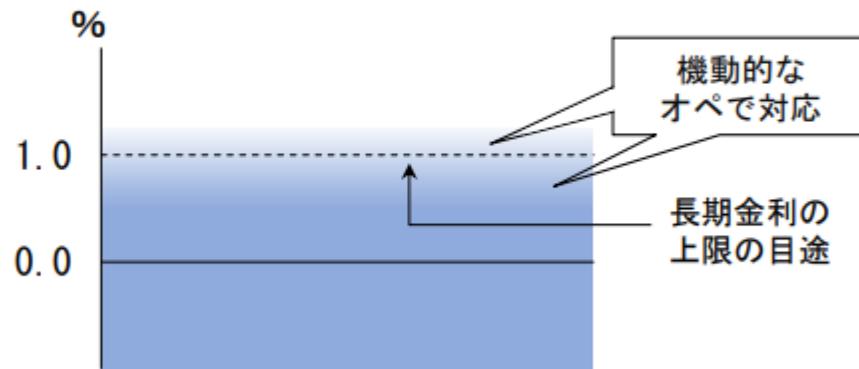
(出所) FRBより大和総研作成

イールドカーブ・コントロールの運用のさらなる柔軟化

<従来の運用>



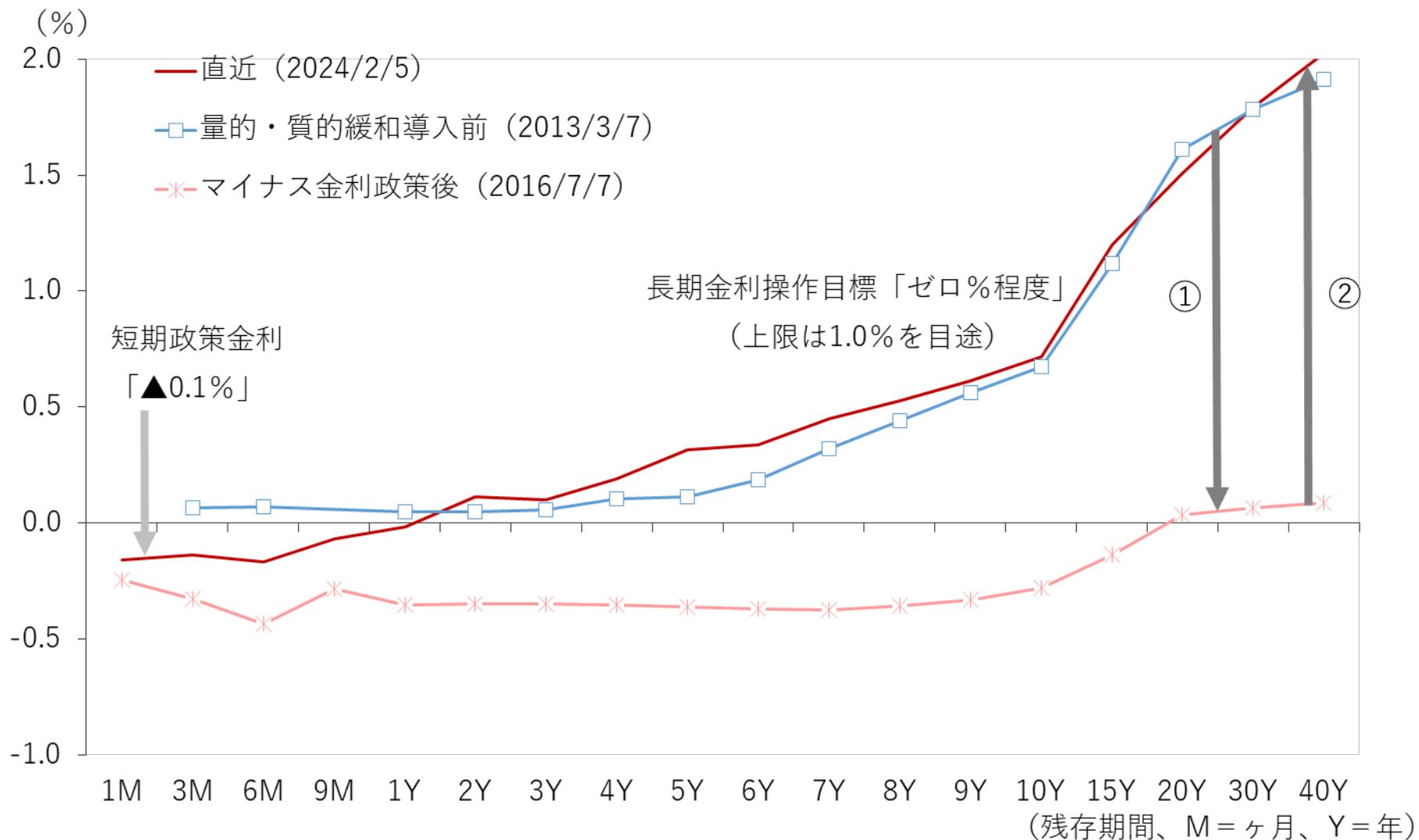
<さらなる柔軟化後の運用>



- イールドカーブ・コントロール(短期: -0.1% 、長期: ゼロ%程度)のもとで粘り強く金融緩和を継続することで、経済活動を支え、賃金が上昇しやすい環境を整えていく
 - 消費者物価の基調的な上昇率は、見通し期間終盤にかけて、 2% の「物価安定の目標」に向けて徐々に高まっていくとみているが、その際には賃金と物価の好循環が強まっていく必要
- 内外の経済や金融市場を巡る不確実性がきわめて高い中、今後の情勢変化に応じて、金融市場で円滑な長期金利形成が行われるよう、イールドカーブ・コントロールの運用において、柔軟性を高めておくことが適当と判断

(出所) 日本銀行より大和総研作成

イールドカーブの変化

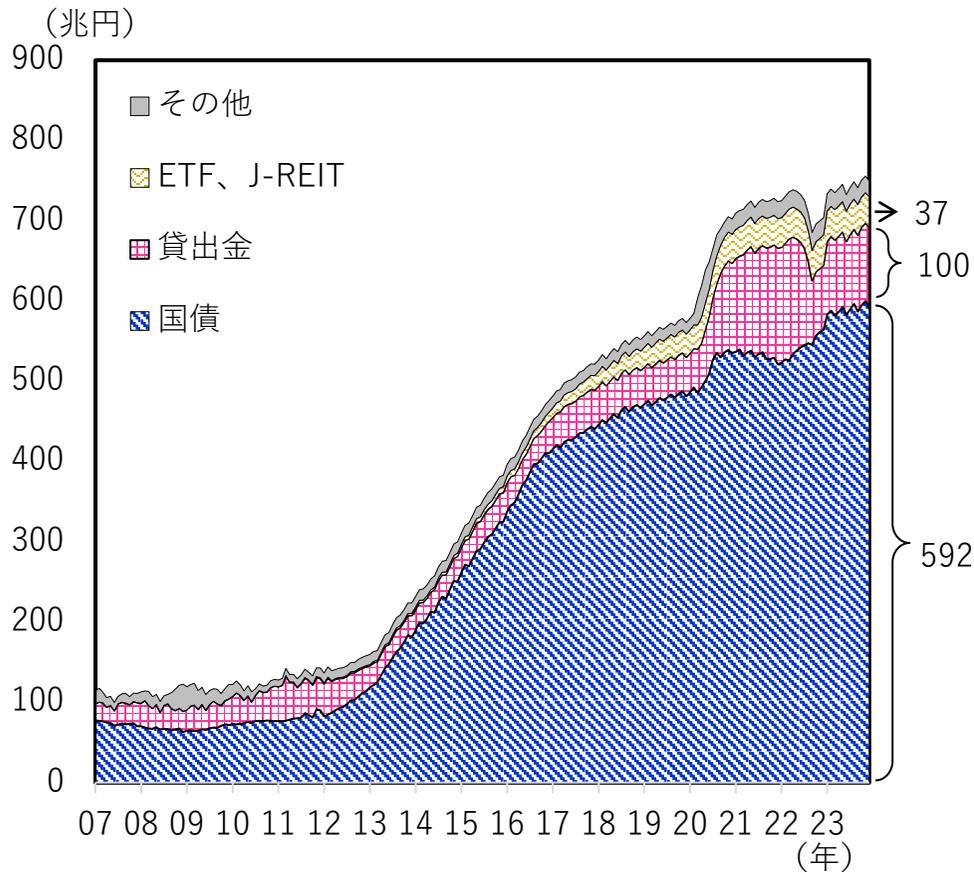


(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

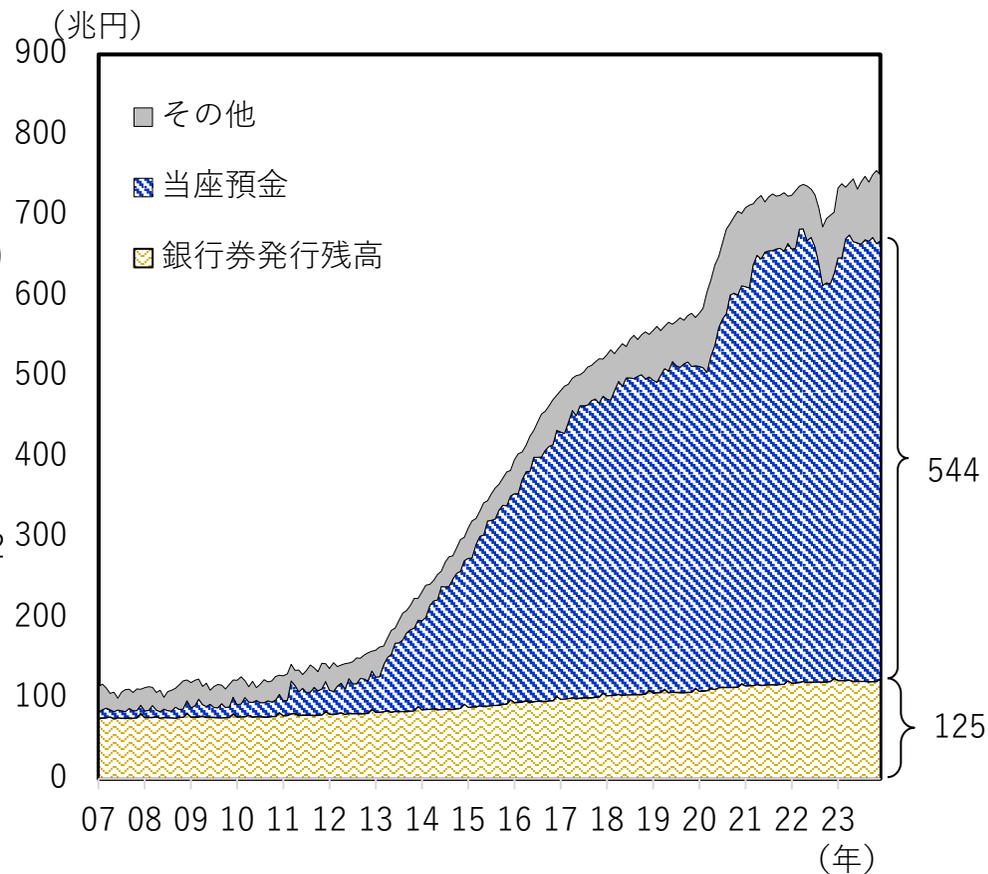
日本銀行のバランスシート

資産

総資産741兆円、対GDP比125%（2023年7-9月期）



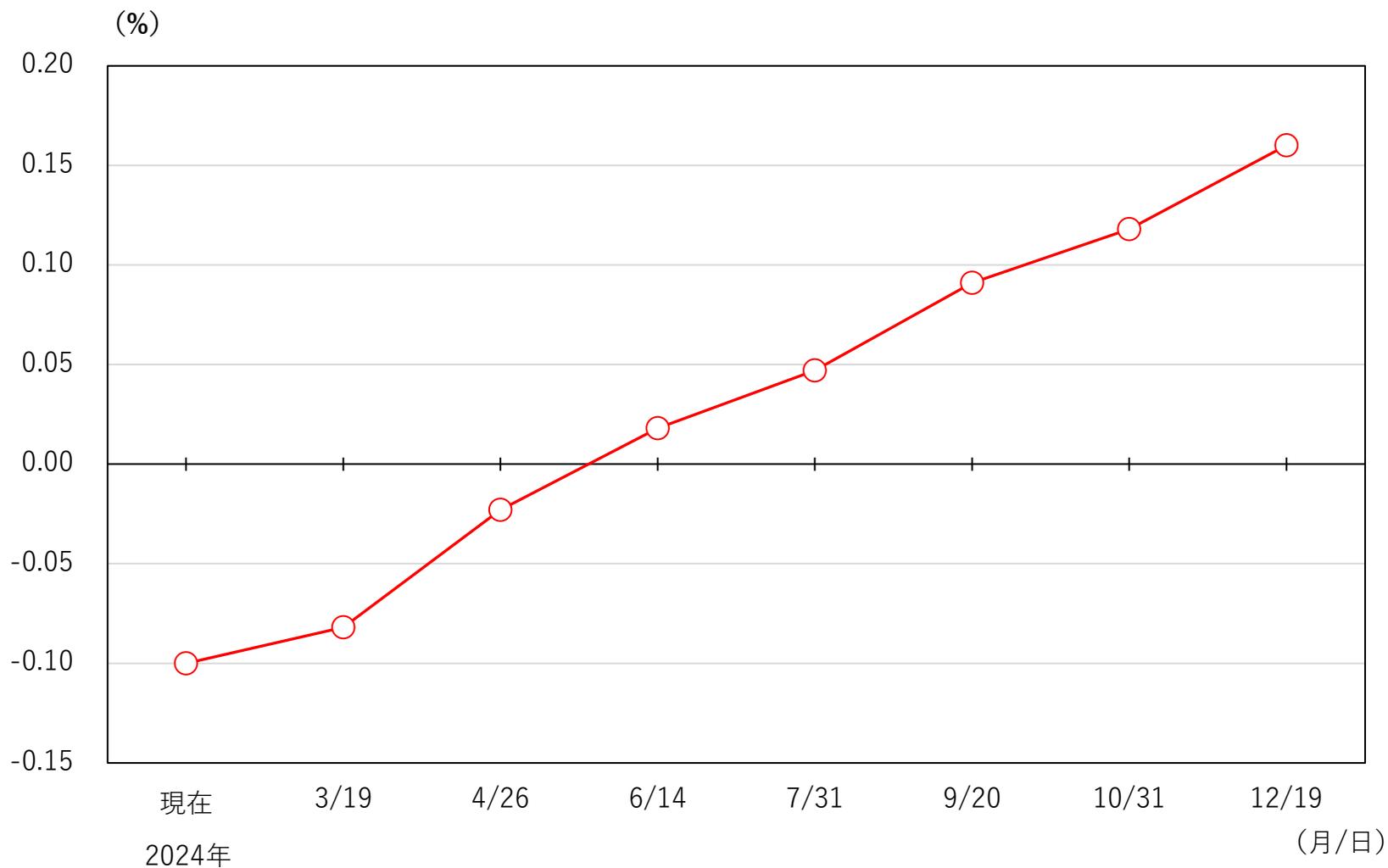
負債等



(注) グラフ直近値は、2023年12月時点。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

OISが織り込む各会合における日本の政策金利の水準



(注1) 2月6日現在のOISが織り込む金利水準。

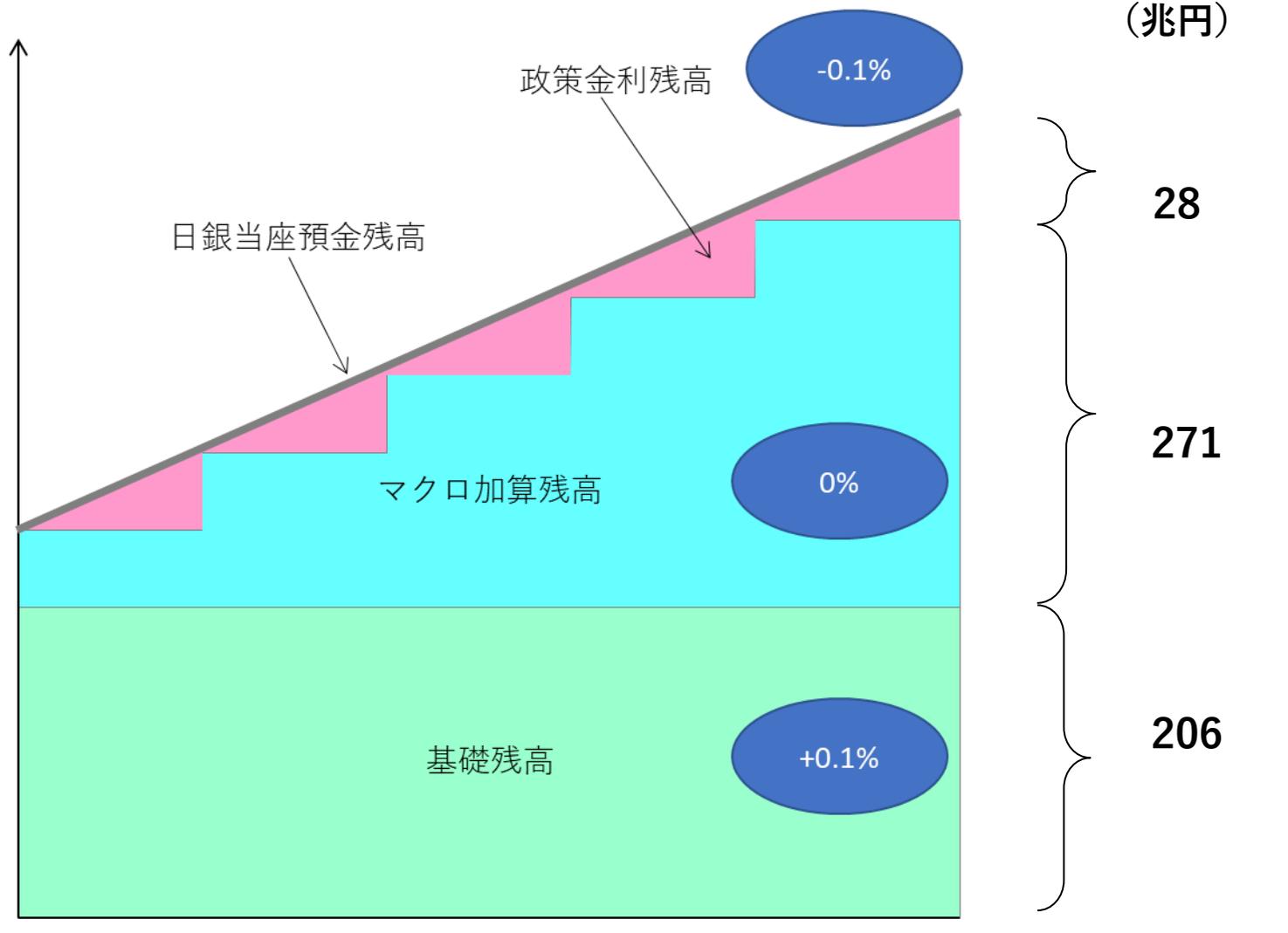
(注2) 横軸の日付は金融政策の決定が行われる日付。凡例の日付時点でOISが織り込む金利水準を表す。

(出所) Bloombergより大和総研作成

マイナス金利付き量的・質的金融緩和

3段階の階層構造

2023年12月時点
(兆円)

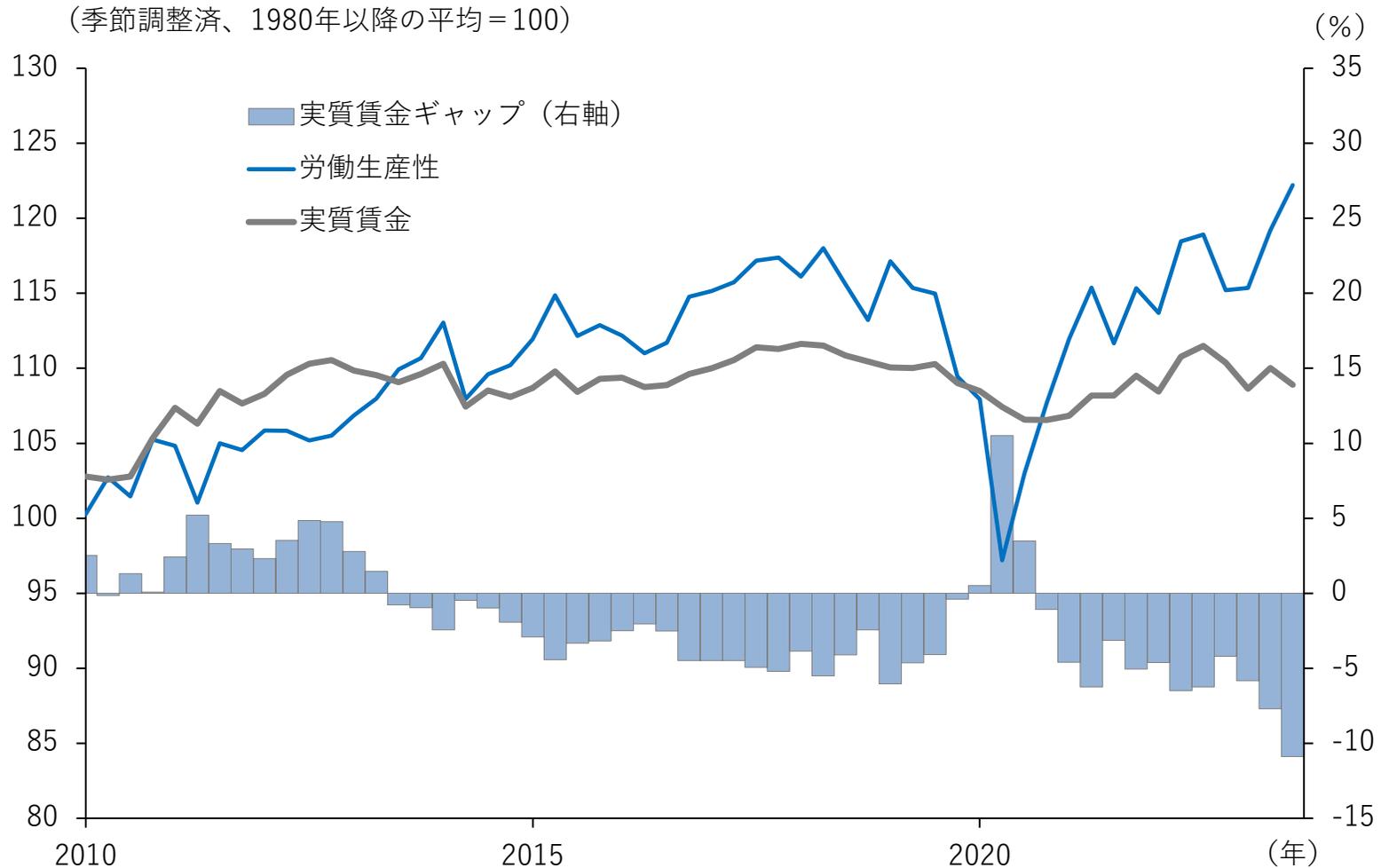


(注) マクロ加算残高に法定準備預金は含まない。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

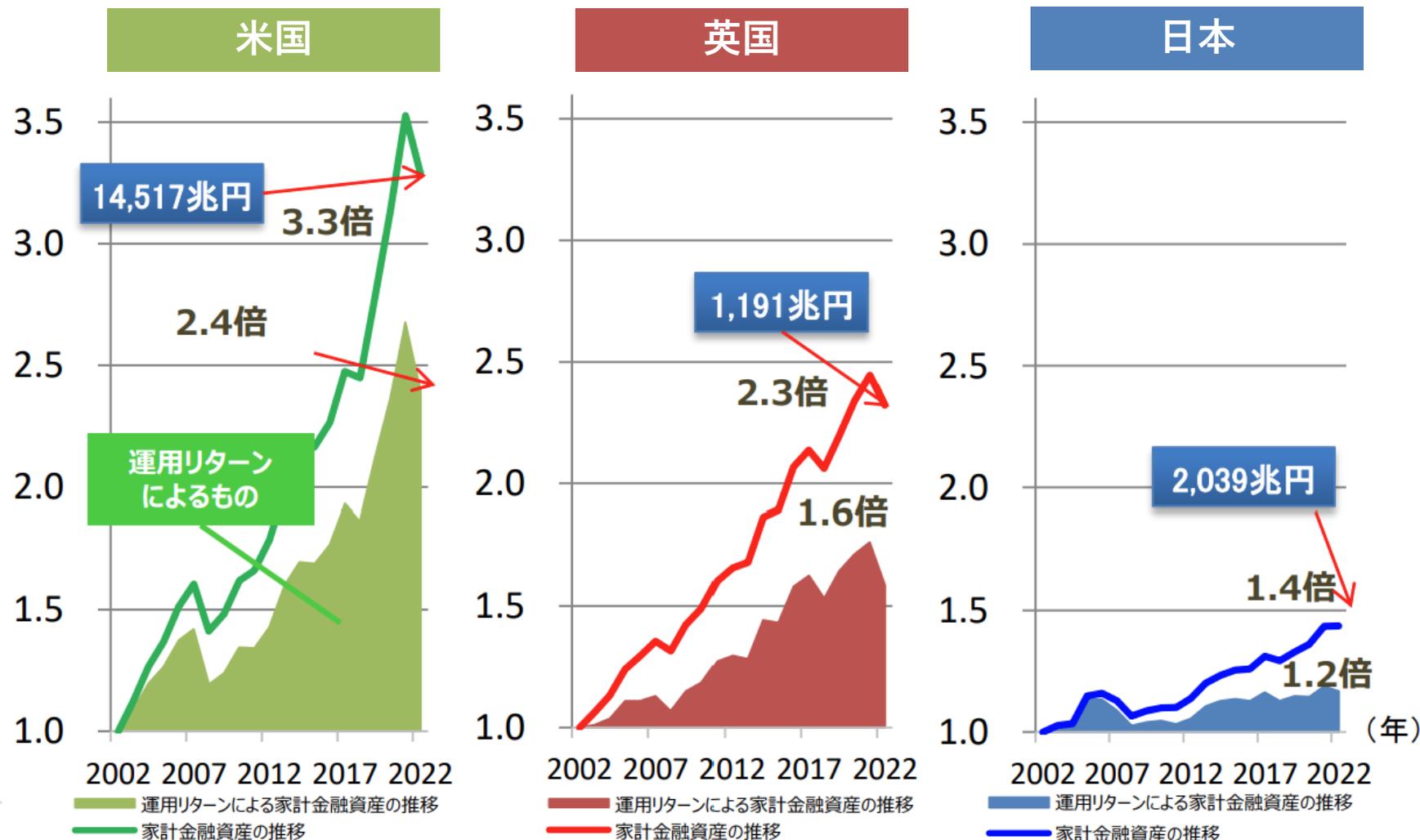
計 505

日本の実質賃金ギャップ



- (注1) 実質賃金ギャップは、実質賃金の労働生産性からの乖離率として算出。
 (注2) 実質賃金 = 人件費 ÷ 従業員数 ÷ GDPデフレーター。
 (注3) 労働生産性 = (営業利益 + 人件費 + 減価償却費) ÷ 従業員数 ÷ GDPデフレーター。
 (注4) 人件費等は、法人企業統計季報ベース (金融業、保険業を除く)。
 (出所) 財務省、内閣府より大和総研作成

各国家計金融資産の推移(2022年末)

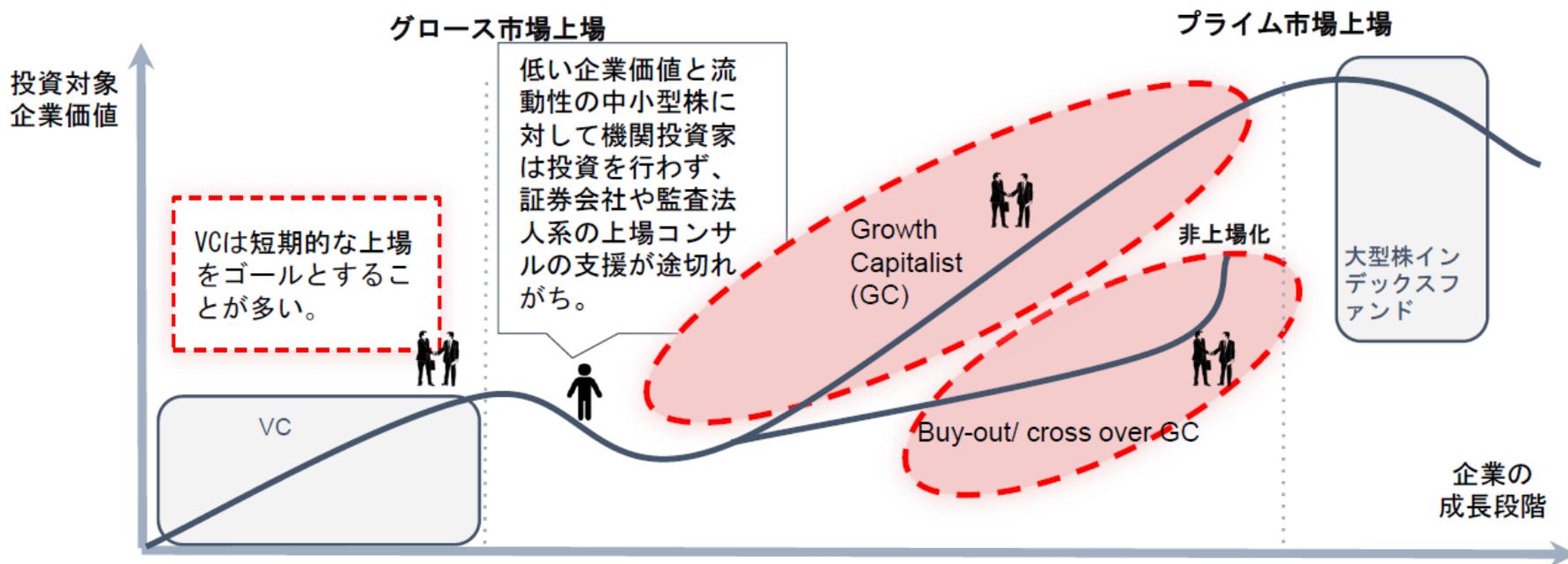


(注) 上記の運用リターンによる資産の伸びは、資産価格の変動による伸びから算出しており、利子や配当の受取りを含まない。
 (注) 22年末時点の値。米国、英国については、22年12月末の為替レートにて換算(1ドル=131.12円、1ポンド=158.466円)
 (資料) FRB、ONS、日本銀行より、金融庁作成

(出所) 金融庁、国名は大和総研加筆

成長資金を供給するグロースキャピタリストの育成

- 上場まではVenture Capitalists (VC) が伴走するものの、小さな時価総額にて上場するケースが多い。
- 上場後の持続的な成長を支えるべく、以下の機能を持つ**Growth Capitalists (GC)** の必要性は高い。
 - GCの機能を担うのは新興資産運用会社(Emerging Manager)であることが多い
 - ポストIPO企業の更なる事業成長に対して必要な資金を供給する機能
 - 成熟企業が再び成長軌道に乗るために非上場化等を通じて事業再編などを後押しする機能



2022年に新規上場した銘柄は91社。2022年の新規上場銘柄の2023年1月23日時点*の時価総額2,000億円超（大型株）は「計1社」、1,000億円超は「計4社」
*四季報「2022年の新規上場銘柄「最新時価総額」ランキングTOP20」
[<https://shikiho.toyokeizai.net/news/0/647867>]

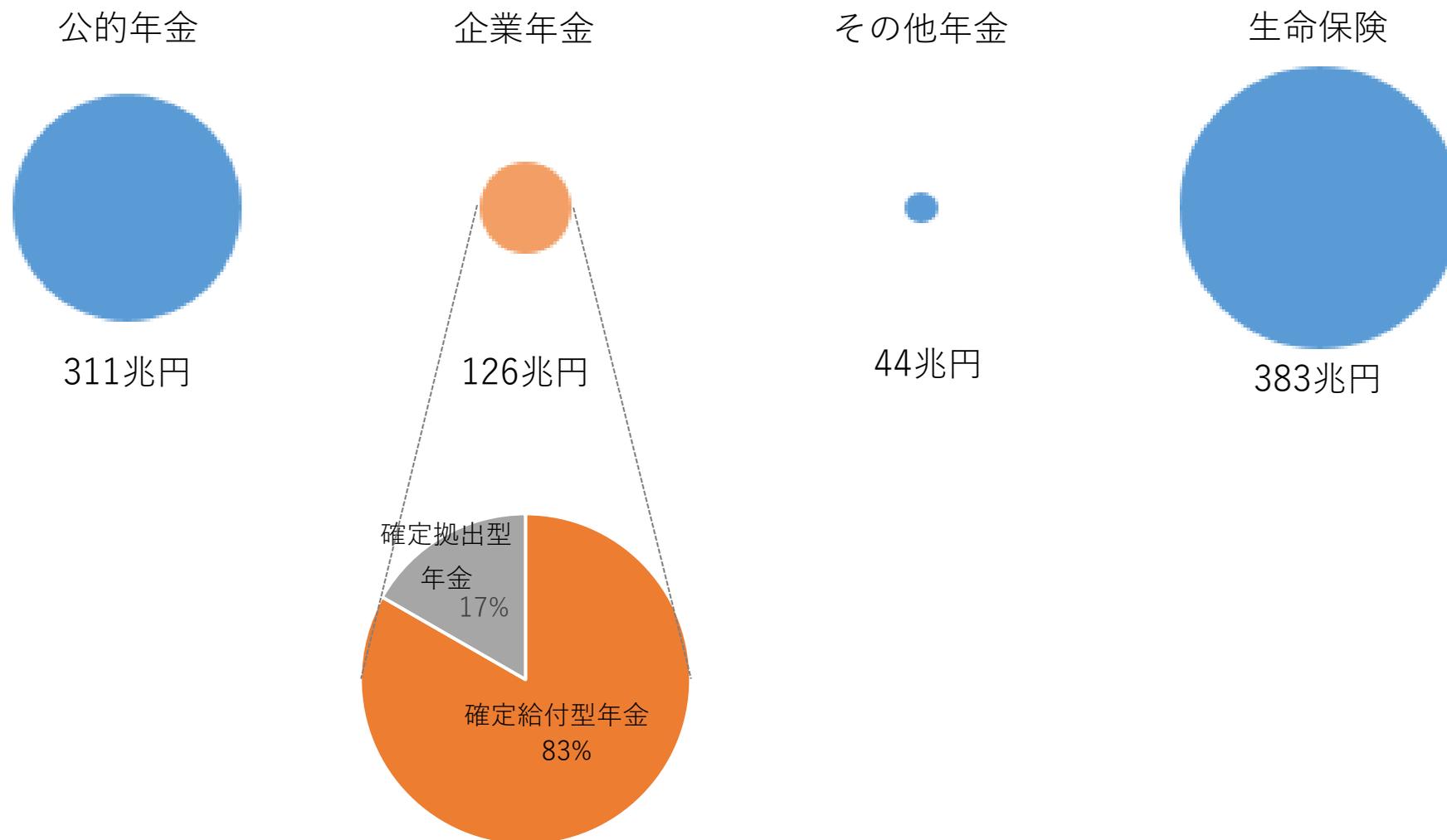
(出所) 東京国際金融機構

1. 資産運用力の向上やガバナンス改善・体制強化

2. 資産運用業への国内外からの新規参入と競争の促進

- ① 日本独自のビジネス慣行や参入障壁の是正
- ② 金融・資産運用特区の創設
- ③ 新興運用業者促進プログラムー日本版EMP
 - a. 今後策定予定の「アセットオーナー・プリンシプル」において、運用委託先の選定における新興運用業者の取扱いについて盛り込む
 - b. 銀行、保険会社等の金融機関に対して、新興運用業者を積極的に活用した運用を行うことを要請する
 - c. アセットオーナーに対して、新興運用業者について単に業歴が短いということのみによって排除することなく、新興運用業者も含めて幅広く委託先候補とし、例えば、運用担当者の能力等も踏まえて、適切な運用先の選定を行うことを促す
 - d. 新興運用業者の積極的な活用を望む金融機関及びアセットオーナーのために、新興運用業者について、業歴等のデータを含め一覧化したリスト（エントリーリスト）を官民連携の下で提供する
 - e. ミドル・バックオフィス業務の外部委託や運用権限の全部委託を可能とする

主な年金の資産規模



(注1) 2023年7-9月期の値。

(注2) その他年金には国民年金基金、確定拠出年金（個人型）等を含む。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

アセットオーナーシップの改革

1. アセットオーナー・プリンシプルの策定

2. 企業年金の改革

- ✓ 確定給付企業年金（DB）
 - 資産運用力の向上
 - 加入者のための運用の見える化の充実
 - 共同運用の選択肢の拡大

- ✓ 企業型確定拠出年金（DC）
 - 適切な商品選択に向けた制度改善
 - 加入者のための運用の見える化の充実

- ✓ 企業年金を含む私的年金の更なる普及促進
 - 「金融経済教育推進機構」による広報
 - ◆ 企業型確定拠出年金（DC）実施企業を含む職域での従業員向け教育の支援
 - ◆ 企業年金や個人型確定拠出年金（iDeCo）を含む私的年金に関する広報活動

本資料は投資勧誘を意図して提供するものではありません。

本資料記載の情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。

(株)大和総研と大和証券(株)は、(株)大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。

内容に関する一切の権利は(株)大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等をご遠慮ください。

【無登録格付に関する説明書】

本文中に注記のある格付けは、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない格付業者が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては「無登録格付業者が付与した格付に関する留意事項」<https://www.daiwa.jp/risk/unregistered.html>を必ずご確認ください。本件につき情報が必要な方は、大和証券リサーチ・プロダクション部までお問合せ下さい。

大和証券(株)のお客様へ

【重要な注意事項】

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大 1.26500%（但し、最低 2,750 円）の委託手数料(税込)が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料(税込)に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された各種手数料等（最大 3.3%（税込）の購入時手数料、換金時には、1 口（当初 1 口＝1,000 円）につき最大 22 円（税込）の解約手数料や最大 0.5%の信託財産留保額、間接的にかかる費用として、運用管理費用（国内投資信託の場合には信託報酬として最大年率 2.420%（税込）、外国投資信託の場合には管理報酬等として最大年率 3.755%程度）、その他運用実績に応じた成功報酬やその他の費用・手数料等（運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を表示することができません））をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。各商品の目論見書等のご請求は、大和証券のお取引窓口までお願いいたします。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 108 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 STO 協会