

歴史的転換点にある日本経済 —待ち受ける課題と展望

株式会社 大和総研

理事長 中曽 宏

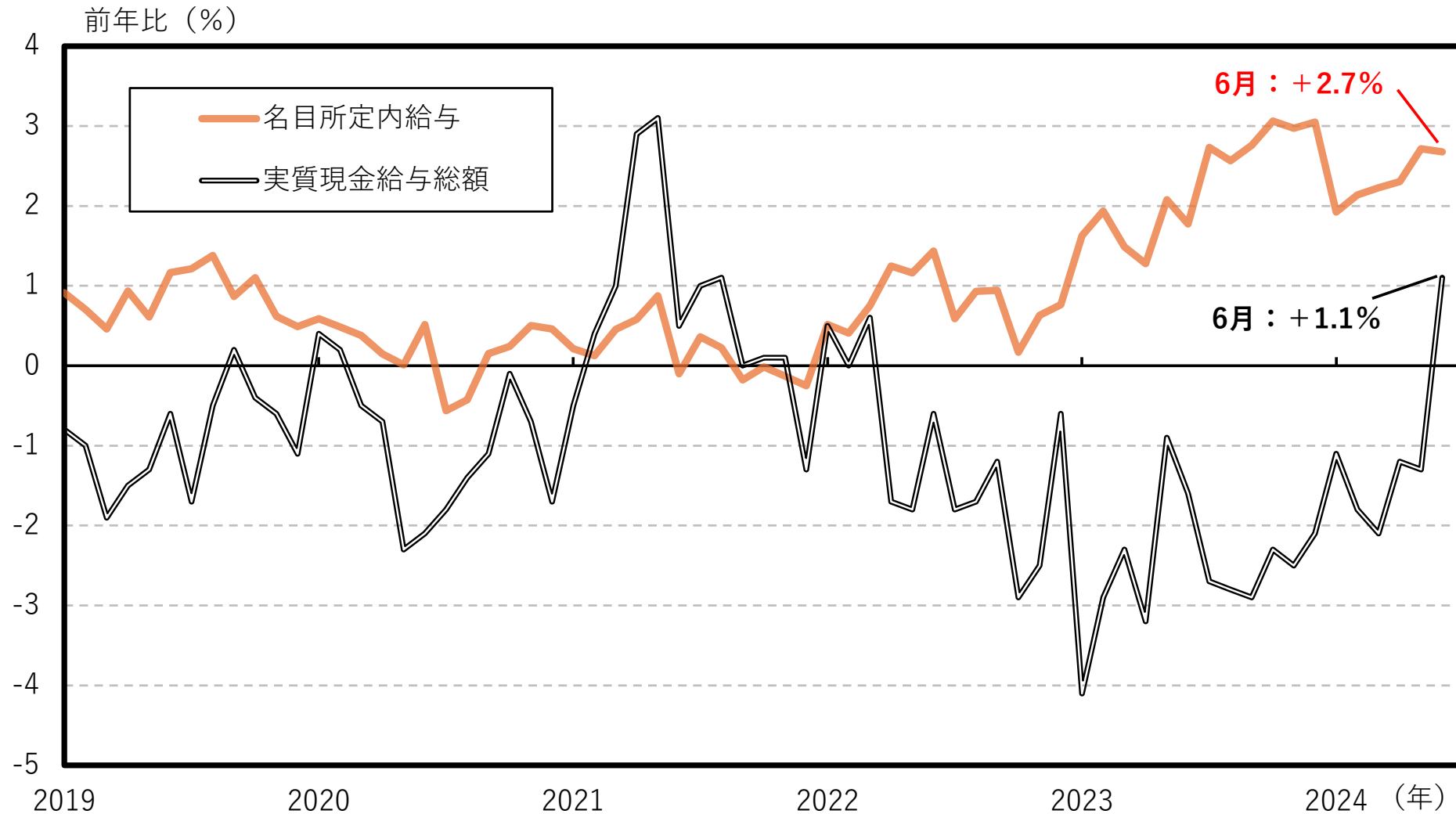
2024年 9月 5日

IMFによる世界経済見通し(2024年7月改訂版)

				(％、％pt)		
		予測		修正幅		
		実績	24年7月時点		24年4月→24年7月	
		2023	2024	2025	2024	2025
世界		3.3	3.2	3.3	0.0	0.1
先進国		1.7	1.7	1.8	0.0	0.0
米国		2.5	2.6	1.9	-0.1	0.0
ユーロ圏		0.5	0.9	1.5	0.1	0.0
ドイツ		-0.2	0.2	1.3	0.1	0.0
英国		0.1	0.7	1.5	0.2	0.0
日本		1.9	0.7	1.0	-0.2	0.0
新興国		4.4	4.3	4.3	0.1	0.1
サブサハラアフリカ		3.4	3.7	4.1	-0.1	0.1
新興欧州		3.2	3.2	2.6	0.1	-0.2
ロシア		3.6	3.2	1.5	0.0	-0.3
新興アジア		5.7	5.4	5.1	0.2	0.2
中国		5.2	5.0	4.5	0.4	0.4
インド		8.2	7.0	6.5	0.2	0.0
中東・中央アジア		2.0	2.4	4.0	-0.4	-0.2
中南米・カリブ		2.3	1.9	2.7	-0.1	0.2
ブラジル		2.9	2.1	2.4	-0.1	0.3
ASEAN-5		4.1	4.5	4.6	0.0	0.0

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

名目賃金および実質賃金の推移



(注) 5人以上の事業所ベース。名目所定内給与の2024年1月以降はベンチマーク参考値対比。

(出所) 厚生労働省より大和総研作成

◆実質GDP成長率

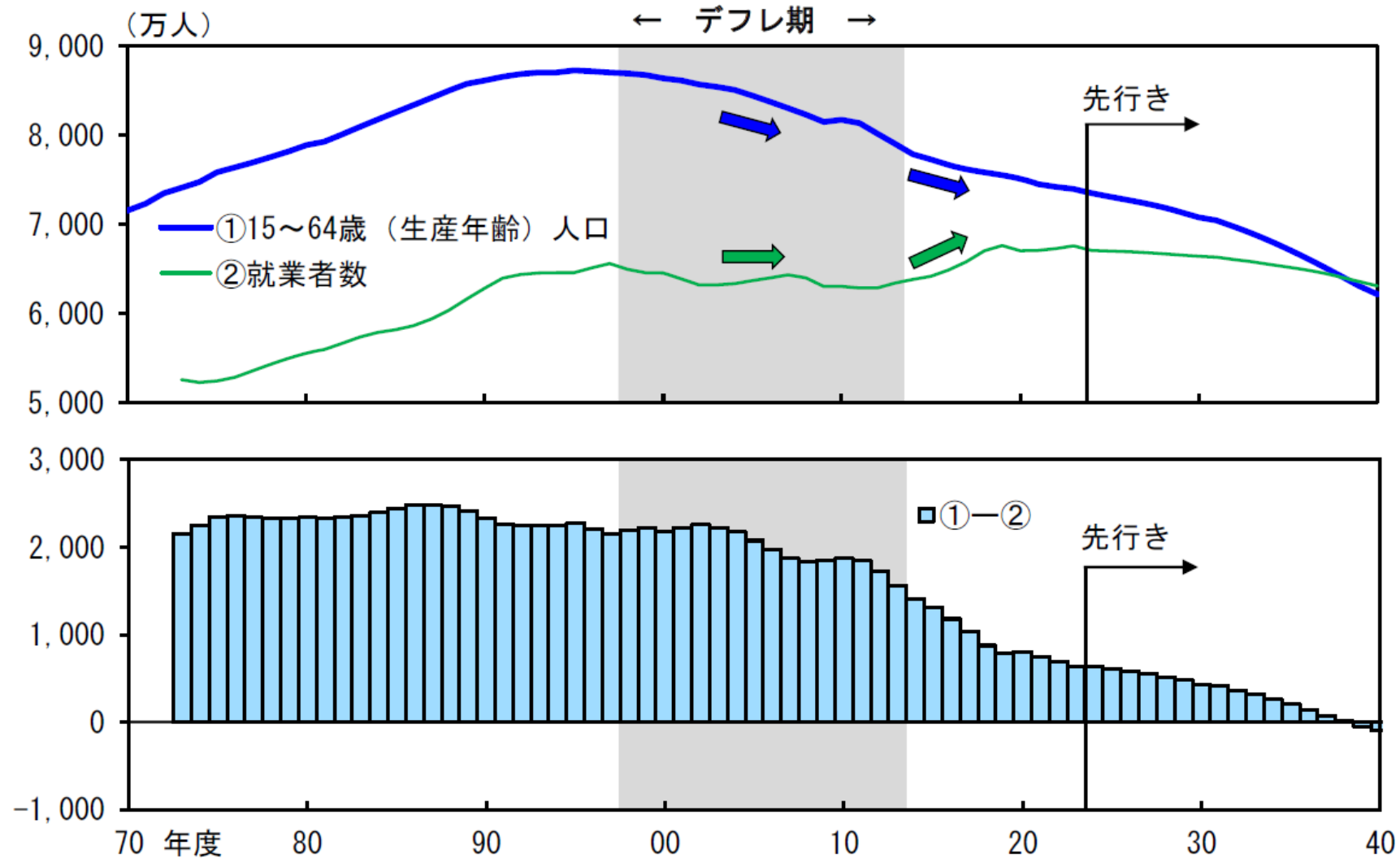
(前年比%)	D I R	E S P	日銀
2024年度	0.9	0.4	0.6
2025年度	1.3	1.1	1.0
2026年度	-	0.9	1.0

◆CPI(除く生鮮食品)

(前年比%)	D I R	E S P	日銀
2024年度	2.4	2.5	2.5 (1.9)
2025年度	2.1	1.9	2.1 (1.9)
2026年度	-	1.7	1.9 (2.1)

(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222回日本経済予測（2024年8月）
ESP：日本経済研究センター ESPフォーキャスト調査（2024年8月調査）
日銀：経済・物価情勢の展望（2024年7月）

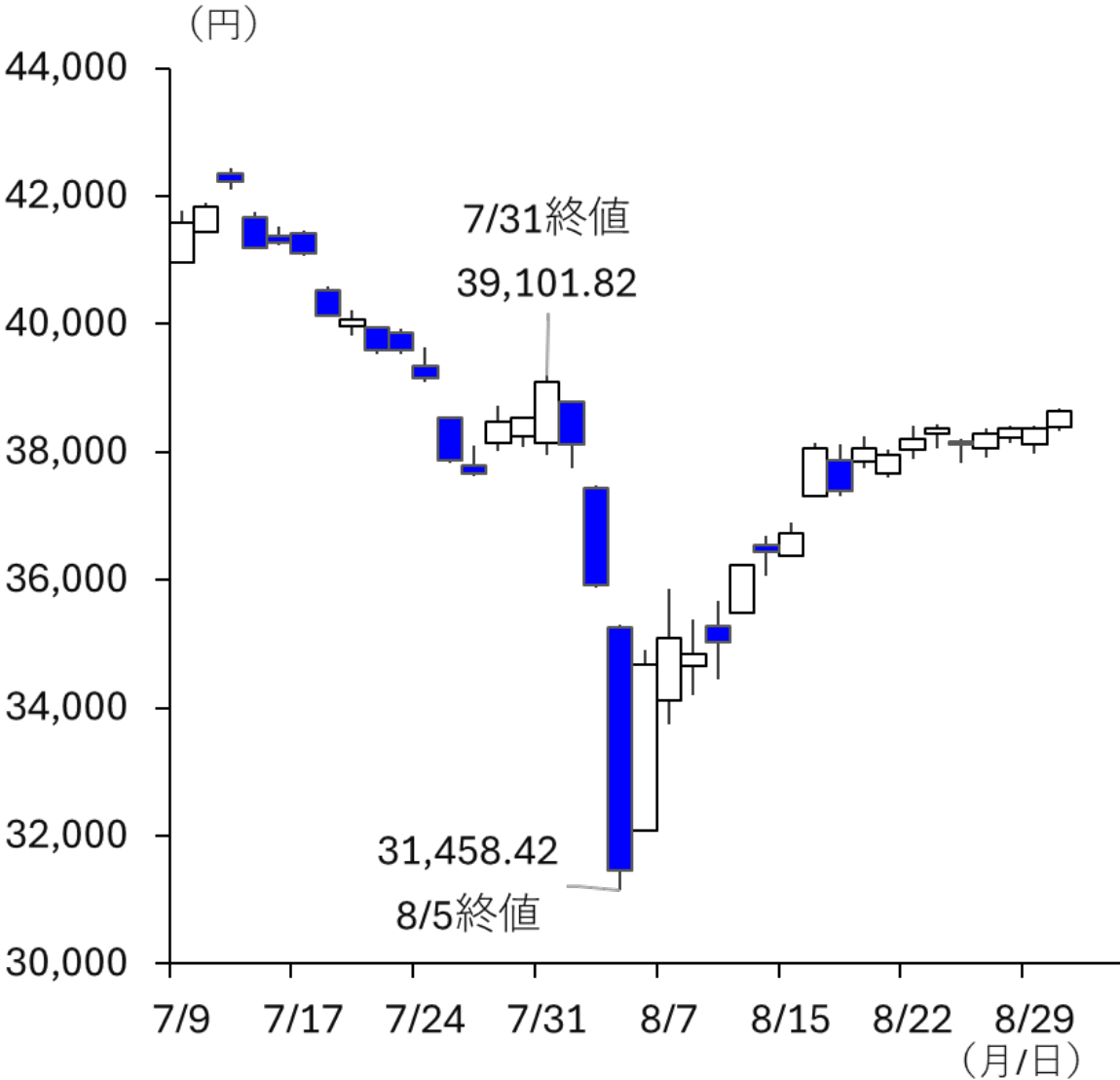
日本の労働市場



（注）人口の先行きは、国立社会保障・人口問題研究所の推計値。就業者数の先行きは、労働政策研究・研修機構の推計値をもとに試算。

（出所）「最近の金融経済情勢と金融政策運営 函館市金融経済懇談会における挨拶」日本銀行副総裁 内田眞一、2024年8月7日

日経平均株価の推移



(注) 株価チャートのデータは8月30日まで。

(出所) Bloombergより大和総研作成

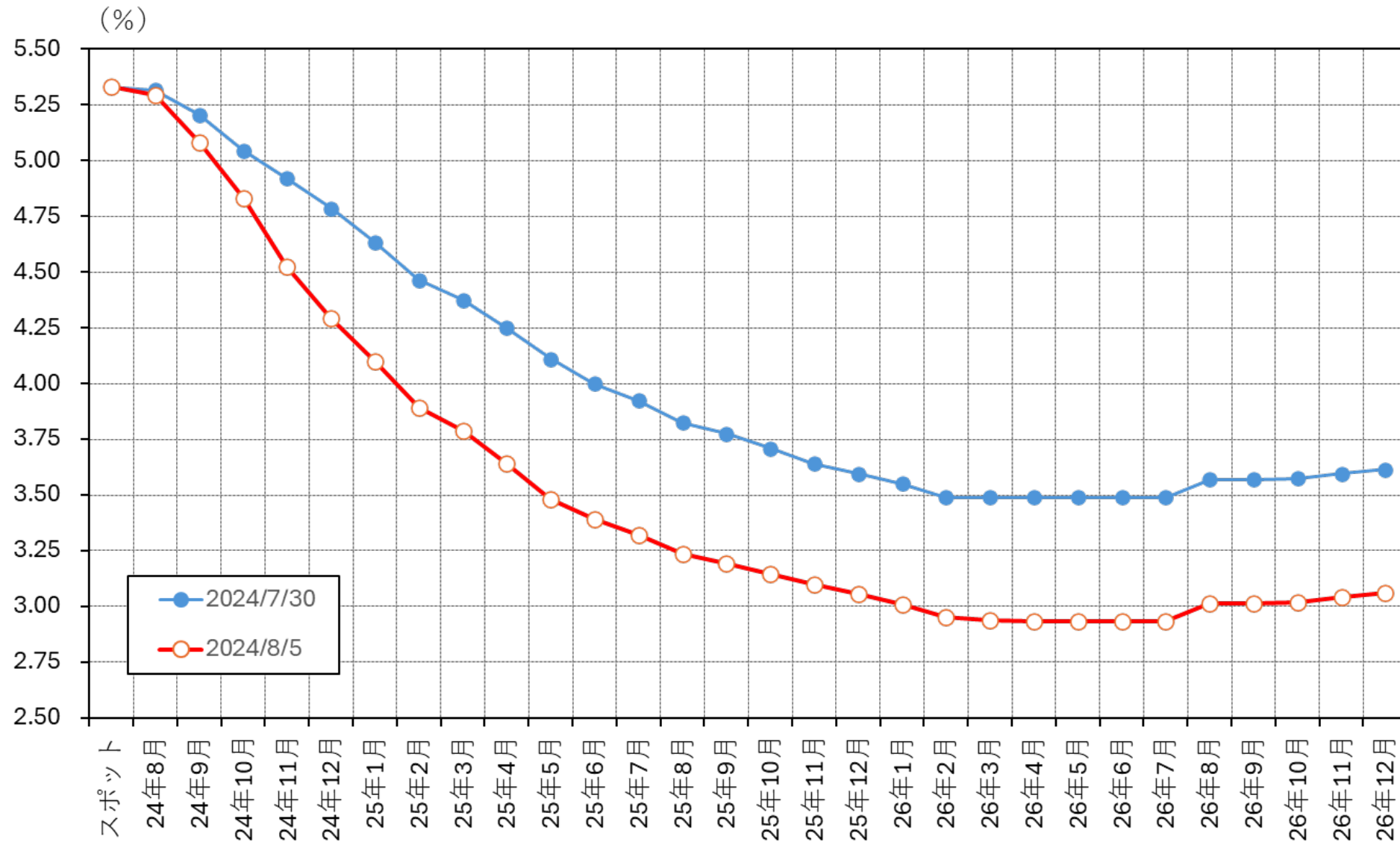
日経平均株価 下落幅ランキング

①	2024年08月05日	▲4,451.28 円
②	1987年10月20日	▲3,836.48 円
③	2024年08月02日	▲2,216.63 円
④	1990年04月02日	▲1,978.38 円
⑤	1990年02月26日	▲1,569.10 円
⑥	1990年08月23日	▲1,473.28 円

日経平均株価の推移 (終値)

日付	株価 (円)	前日比 (円)	前日比(%)
7/31	39,101.82		
8/1	38,126.33	▲ 975	▲2%
8/2	35,909.70	▲ 2,217	▲6%
8/5	31,458.42	▲ 4,451	▲12%
3日間合計		▲ 7,643	▲20%

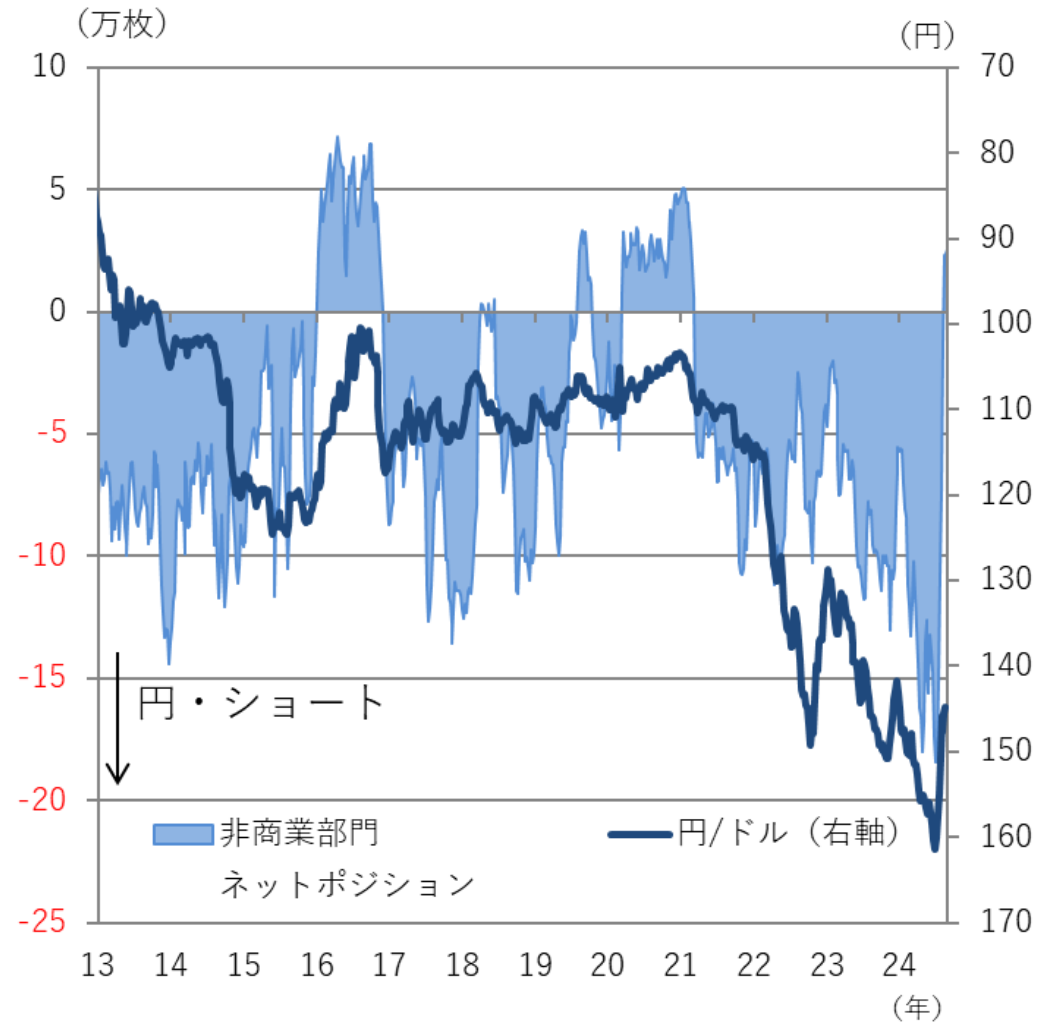
米FF金利先物カーブの変化



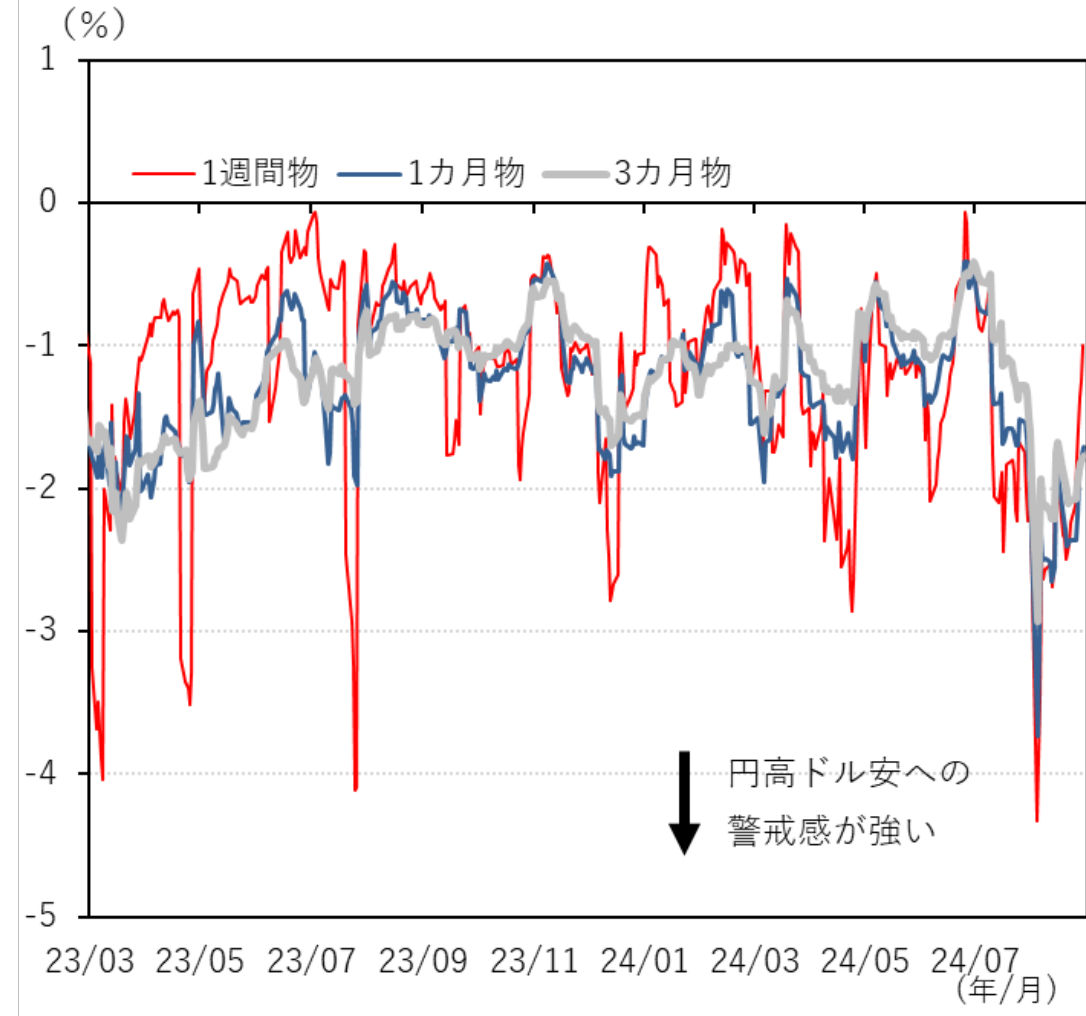
(出所) Bloombergより大和総研作成

IMMポジションとリスクリバーサル

IMM通貨先物 非商業部門の建玉残高



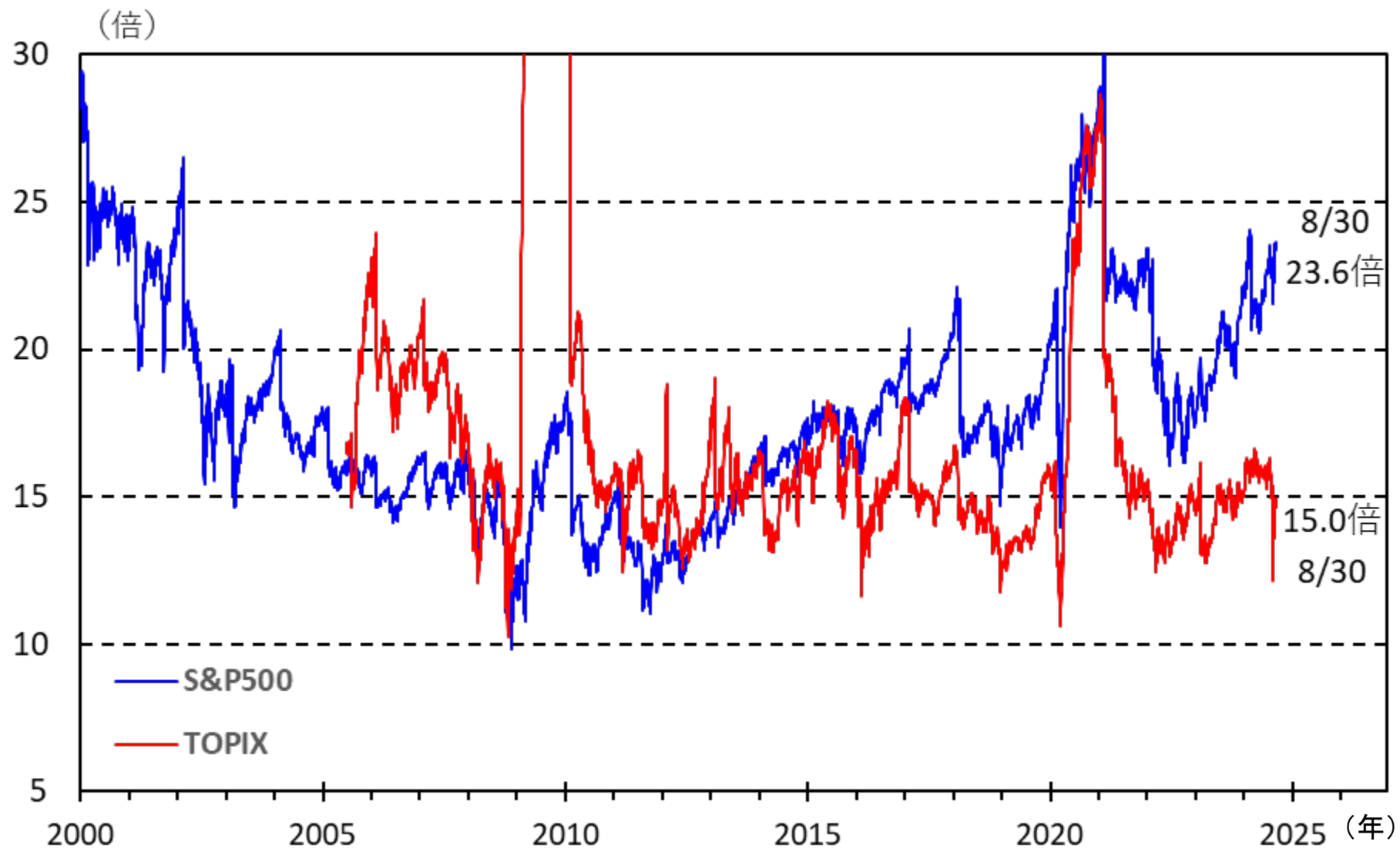
ドル/円 リスクリバーサル



(注) 直近値は左図が8月27日週、右図が8月30日。

(出所) 米商品先物取引委員会、Bloomberg、Haver Analyticsより大和総研作成

S&P500とTOPIXの12ヵ月先予想PERの推移

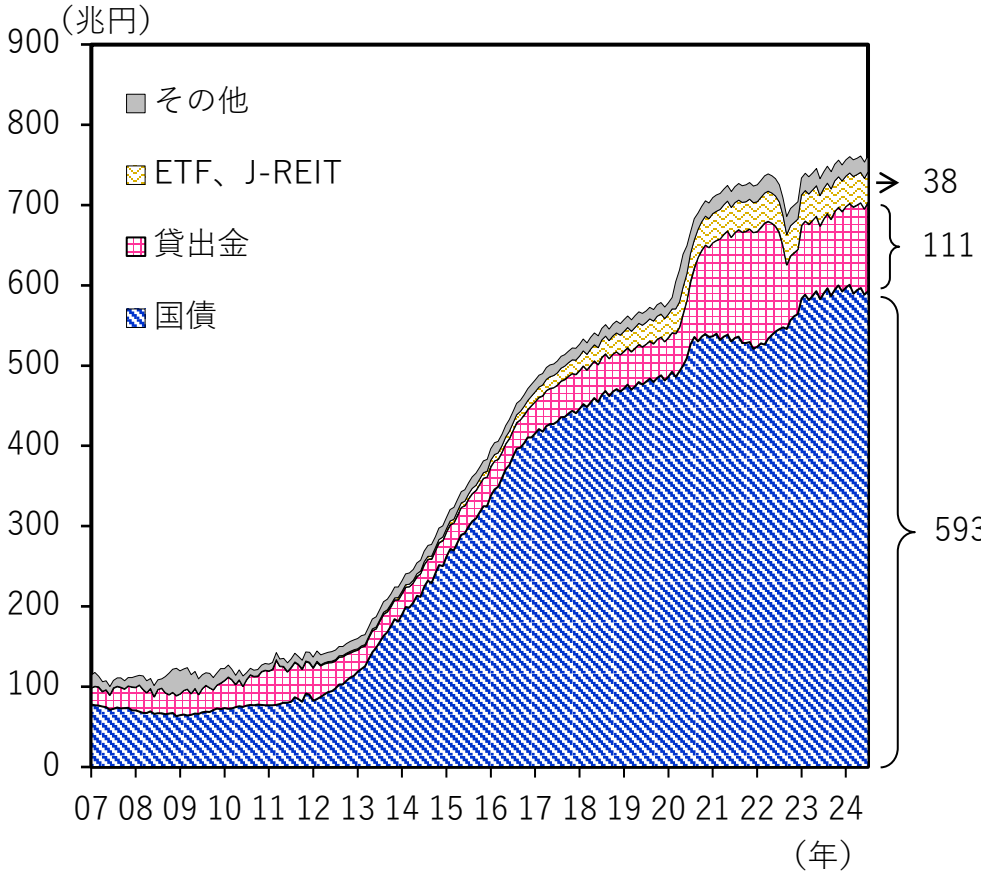


(出所) Bloombergより大和総研作成

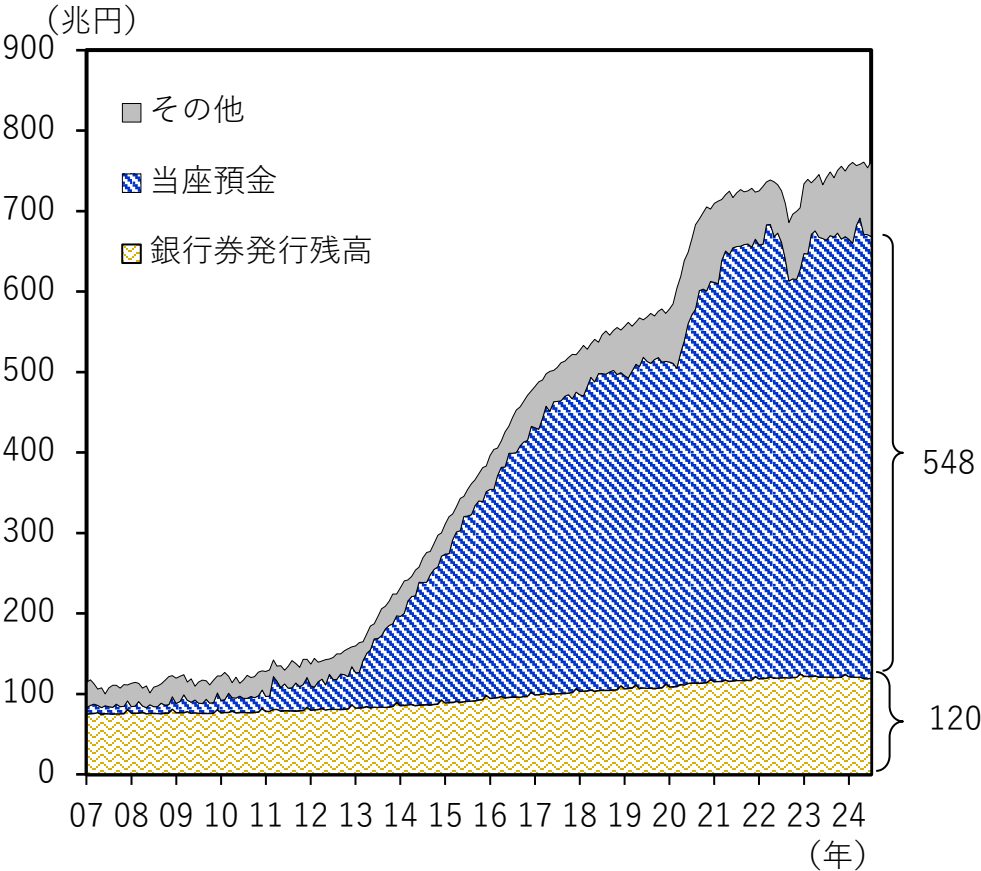
日本銀行のバランスシート

資産

総資産754兆円、対GDP比124%
(2024年6月時点)



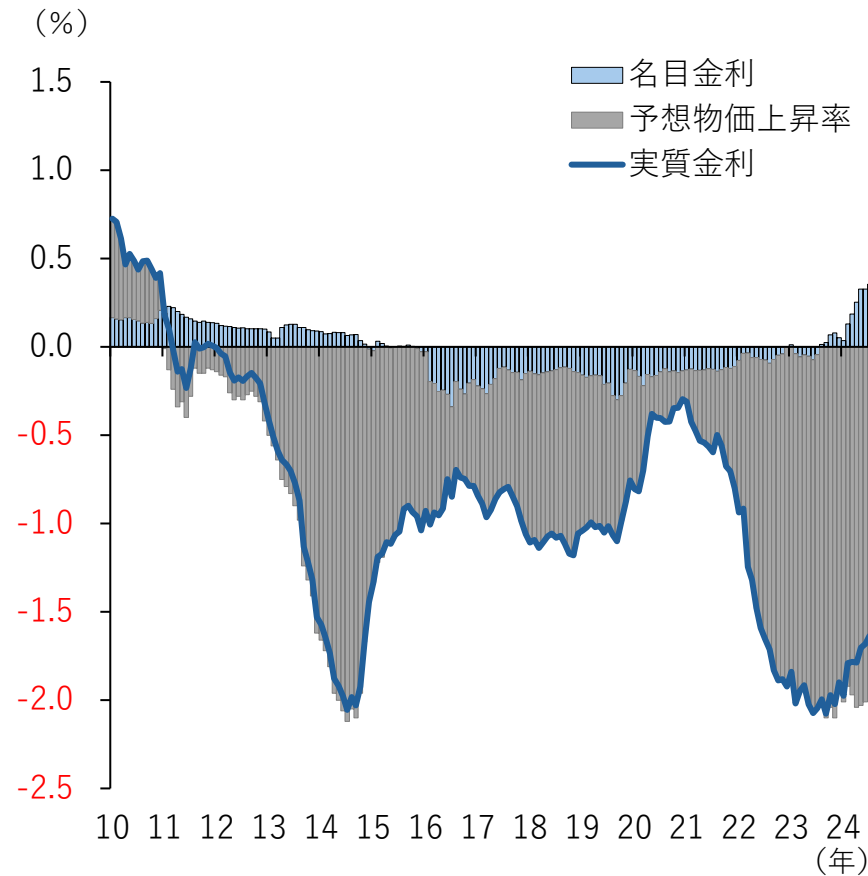
負債等



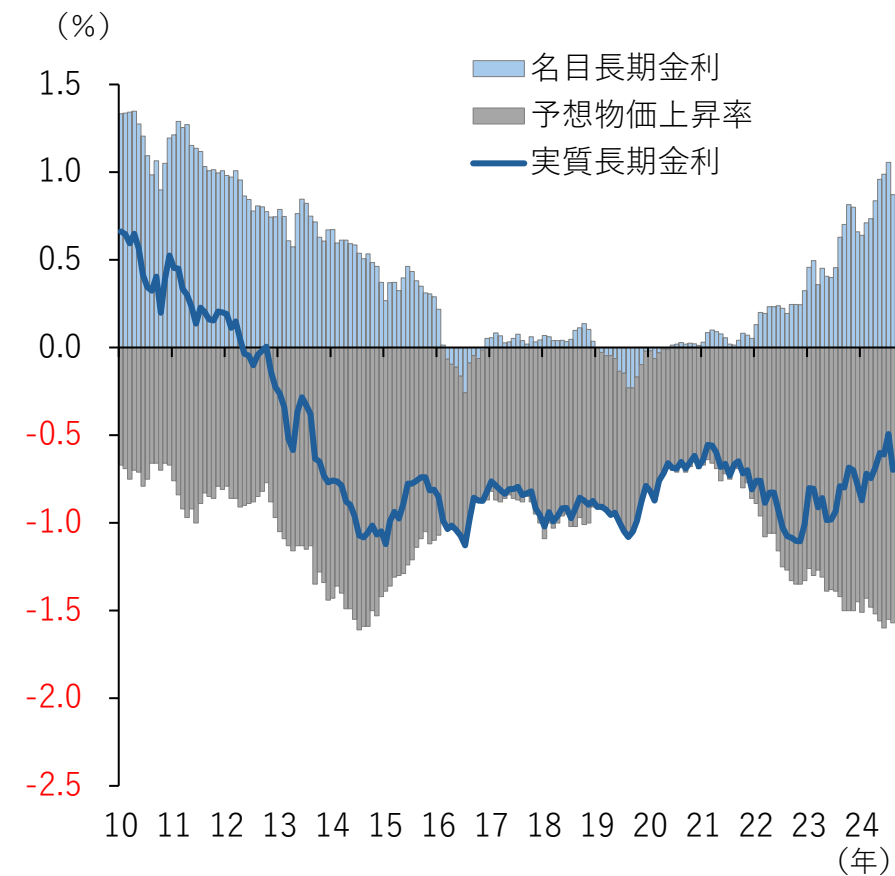
(注) 直近値は、2024年7月時点。
(出所) 日本銀行より大和総研作成

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{予想物価上昇率}$$

実質短期金利（2年）

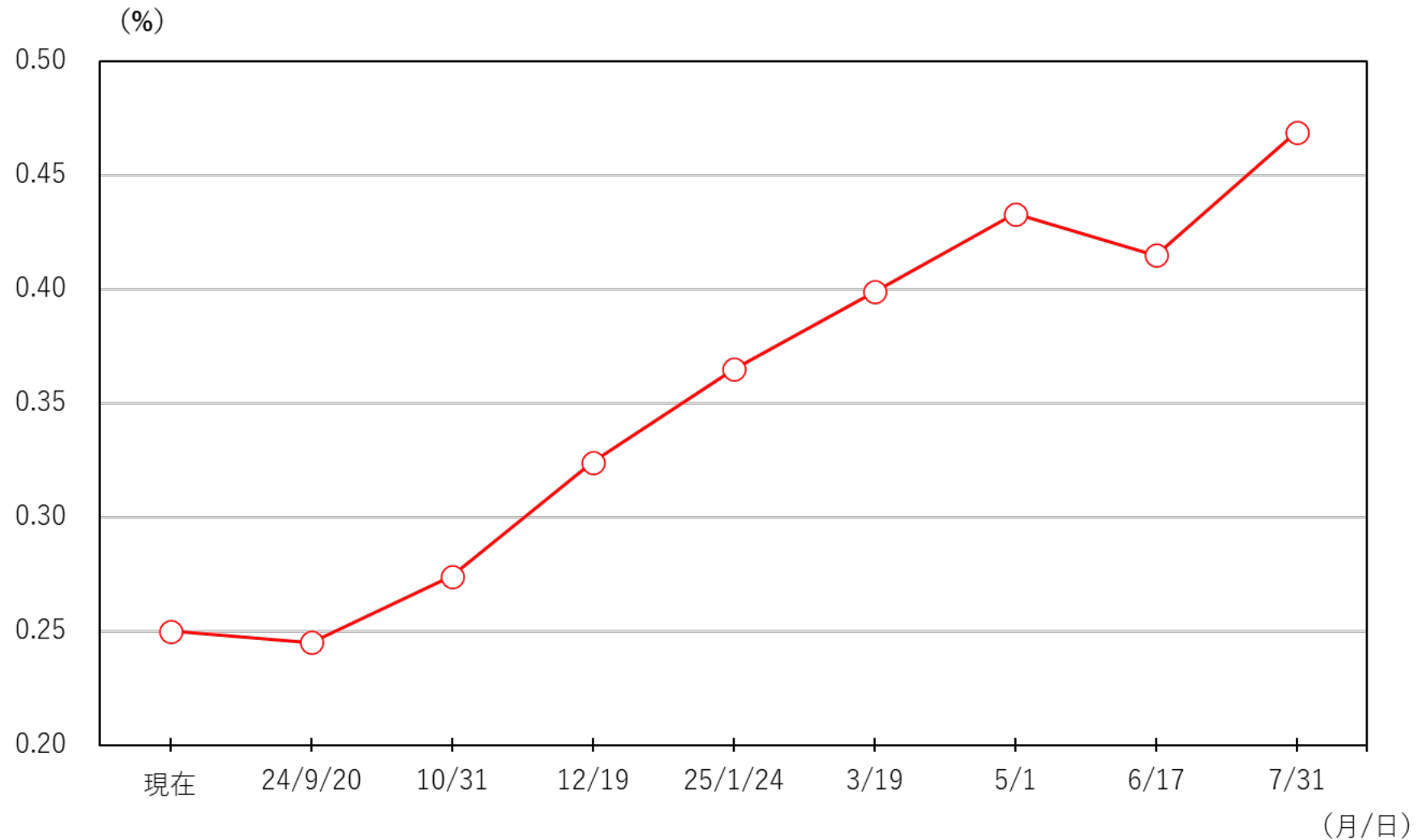


実質長期金利（10年）



(注) 実質金利は、各年限の国債利回りから予想物価上昇率を差し引いて算出。
(出所) QUICK「QUICK月次調査<債券>」、Haver Analytics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



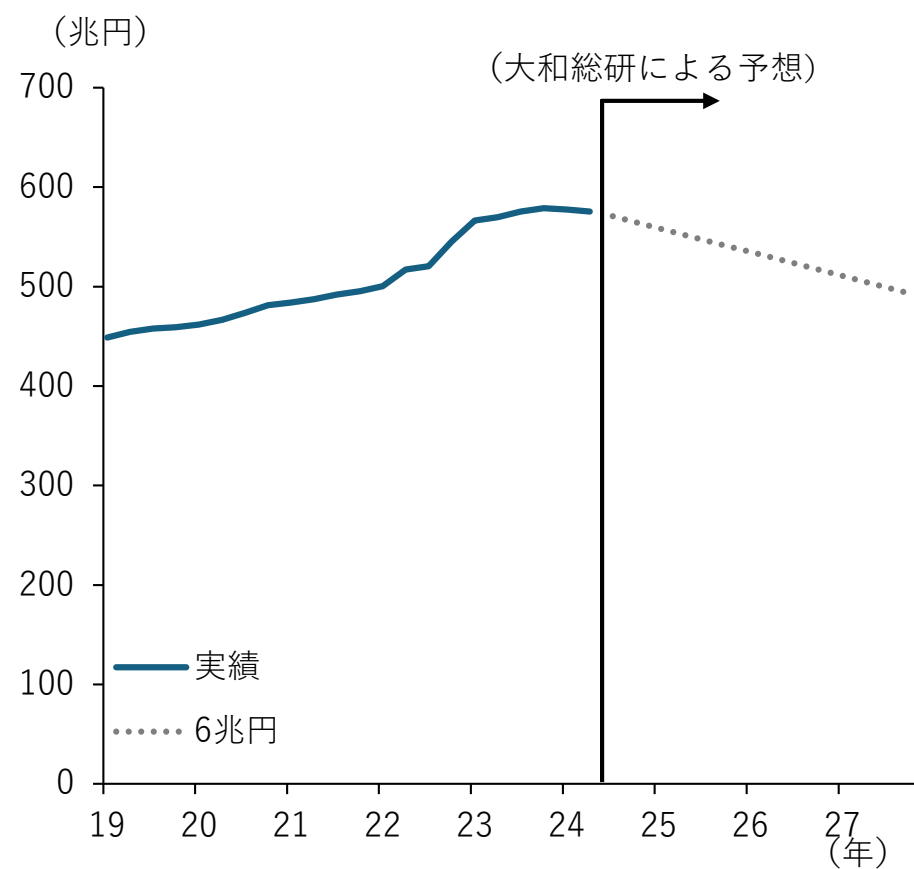
(注1) 8月30日現在のOISが織り込む金利水準。

(注2) 横軸の日付は金融政策の決定が行われる日付。

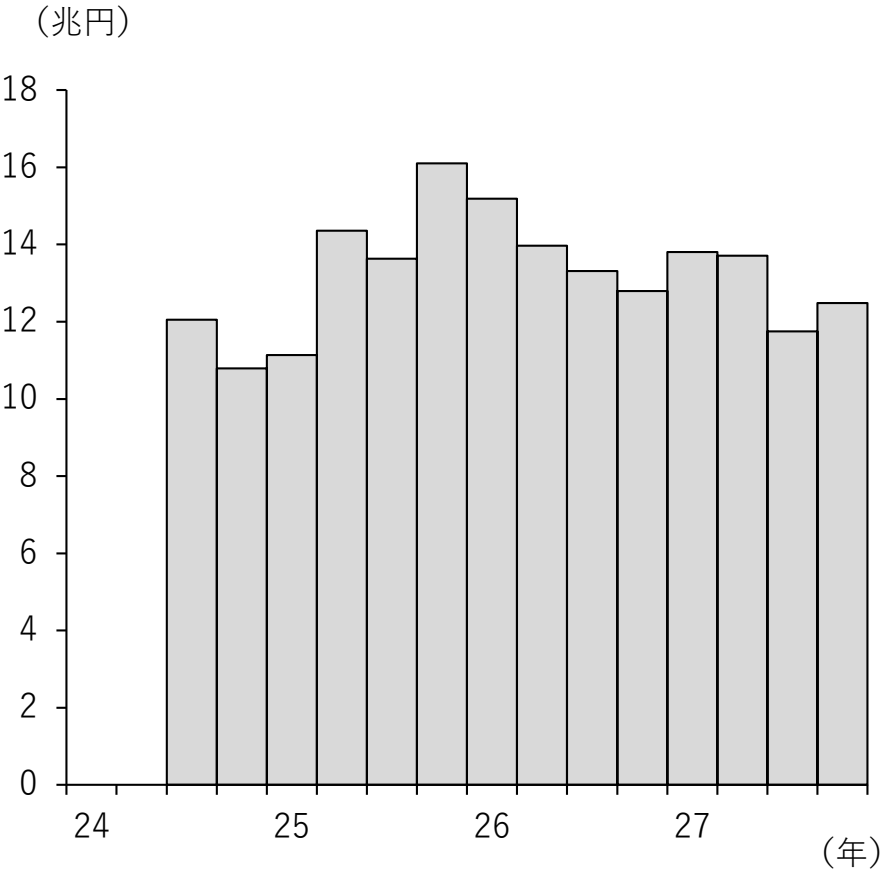
(出所) Bloombergより大和総研作成

日銀が保有する国債残高の予測(四半期ごとの残高減少上限を6兆円に固定した場合)

日銀が保有する国債残高予測



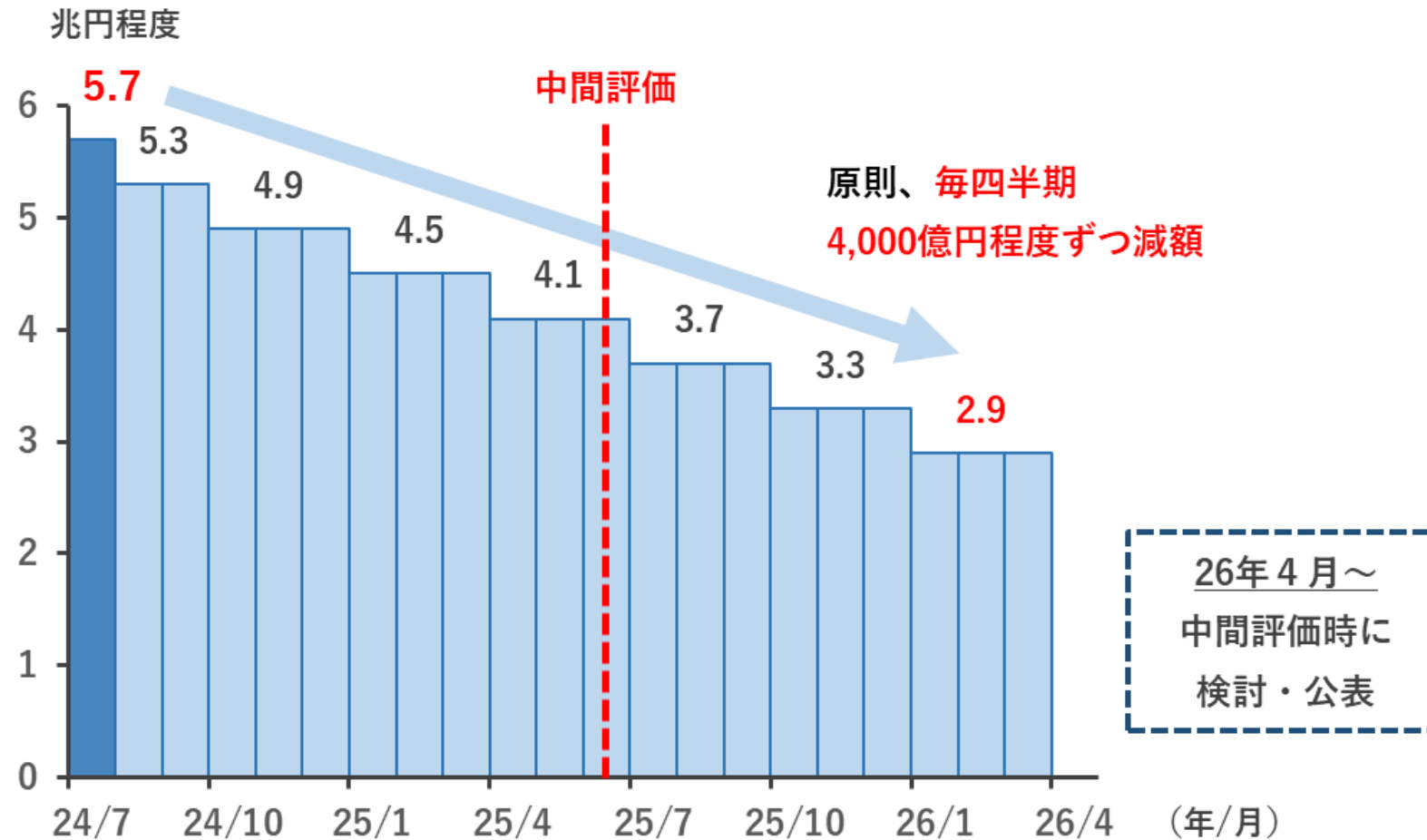
四半期ごとの国債の新規買入額



(出所) 日本銀行より大和総研作成

長期国債買入れの減額計画

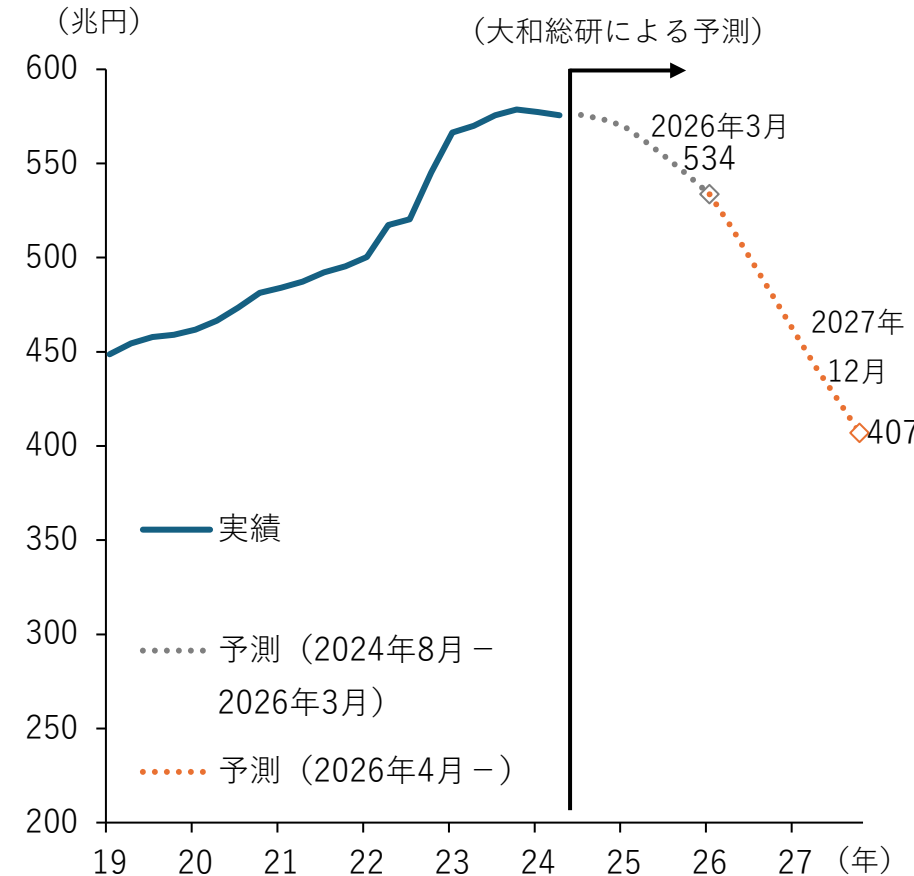
月間の買入れ予定額



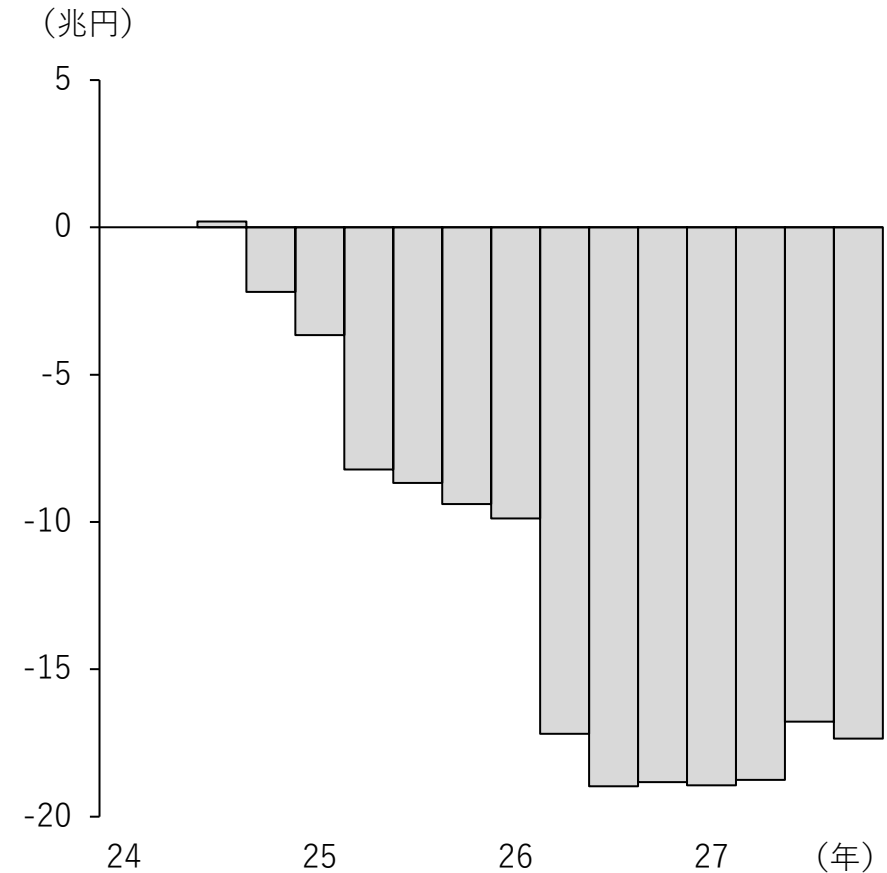
(出所) 日本銀行より大和総研作成

日銀が保有する国債残高の予測(2024年7月金融政策決定会合に基づく)

日銀が保有する国債残高予測

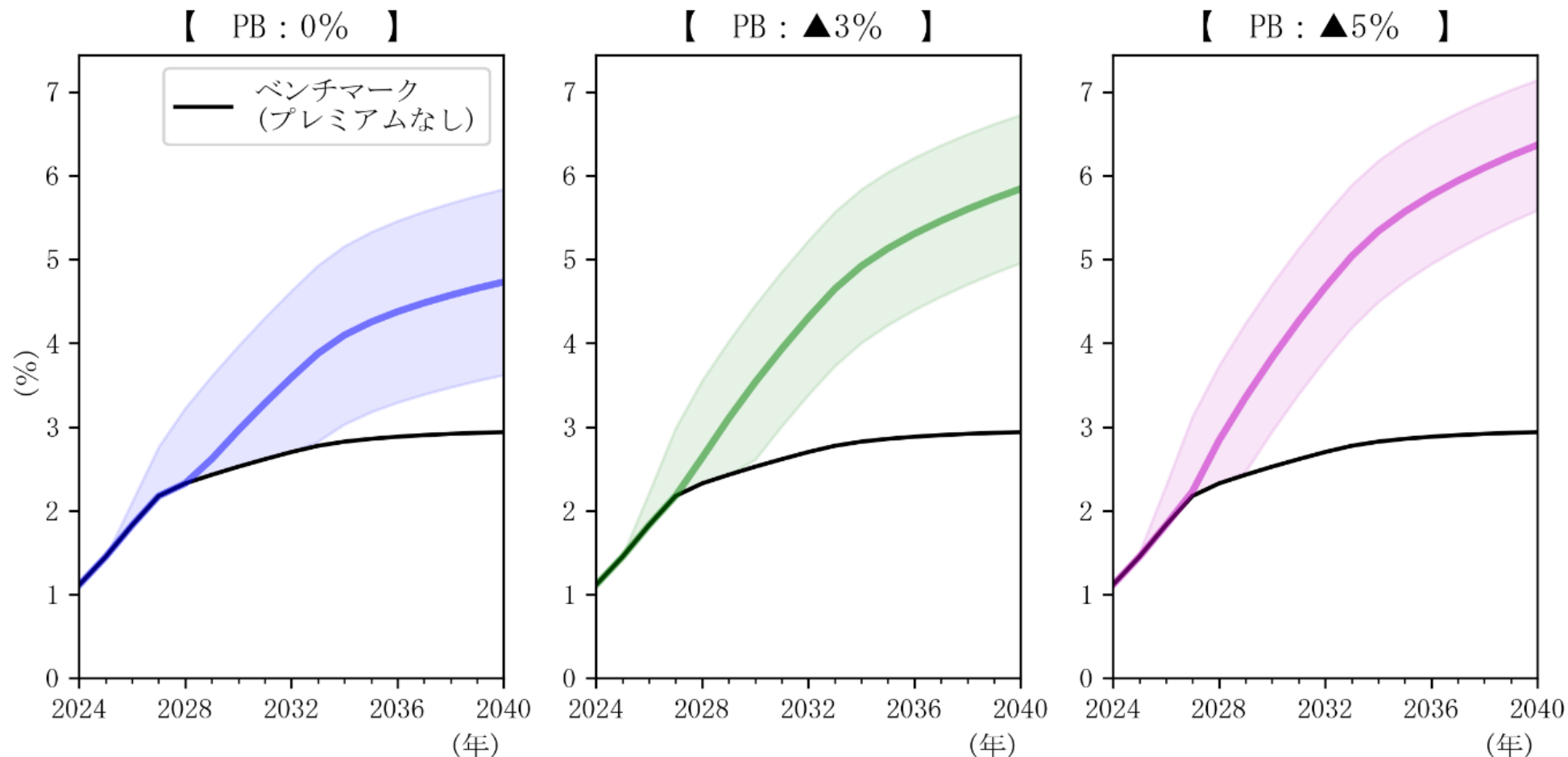


四半期ごとの残高縮小額の推移



(注) 2026年3月までは2024年7月金融政策決定会合での決定に基づき、以降は新規買入を行わないと想定している。
(出所) 日本銀行より大和総研作成

リスクプレミアムが上乘せされた場合の財政シナリオ別に見た長期金利の試算値



(注1) バンドの上限は銀行等の潜在需要が20%発現する「国内消化余地：小」シナリオ、下限は同100%発現する「国内消化余地：大」シナリオ、中央の実線は同60%発現する「国内消化余地：中」シナリオにおける値。

(注2) 被説明変数に10年物国債利回り、説明変数には海外保有比率や短期金利、新コアコアCPI上昇率、米10年物国債利回り、名目GDP、潜在GDPを用いて長期金利関数を複数推計し、各推計式におけるパラメーターの中央値(0.07)を海外保有比率のパラメーターとして採用した。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、内閣府、U.S. Department of the Treasury、Haver Analyticsより大和総研作成

資産運用立国の主な取組

家計の安定的な資産形成の支援

- ✓ **NISAの抜本的拡充・恒久化**（2024年1月に開始）
- **iDeCoの大胆な改革**（検討中、2024年末に結論）
- ✓ **金融経済教育推進機構の設立・本格稼働**（2024年4月設立、8月に本格稼働）
- ✓ **顧客等の最善の利益を勘案して業務遂行する義務の法制化**（2023年11月）

コーポレートガバナンス改革

- ✓ **資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請**（2023年3月）
- ✓ **企業開示の効率化の観点から、金融商品取引法令上の四半期報告書を廃止**（2024年4月）
- ✓ **重要な会社情報の英文開示の義務化**（2025年4月～）
- ✓ **「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」の策定**（2024年6月）
（スチュワードシップ・コードの見直し、コードの遵守状況の検証、取締役会実効性向上に係る好事例等の共有など）
- **アクション・プログラム2024の実行**

資産運用業とアセットオーナーシップの改革

- ✓ **運用力向上等を図るための大手金融グループによるプランの策定・公表**（2024年1月～）
- ✓ **金融・資産運用特区の推進**（2024年6月にパッケージ公表）
- ✓ **新興運用業者促進プログラム（日本版EMP）の実施**（2024年1月～6月）
- ✓ **アセットオーナー・プリンシプルの策定**（2024年8月）
- **企業年金の改革**（検討中、2024年末に結論）（企業年金の運用状況等の情報の他社と比較できる「見える化」など）

（出所）内閣官房・金融庁「資料2 資産運用立国の取組について」資産運用立国と日本金融市場の魅力向上に関する会合（2024年8月28日）

資産運用立国の取組成果(サマリー)

		岸田政権発足時 (2021年10月)	2024年 現在 (直近)	参考
マーケット	日経平均株価	28,771円 (10/1)	38,288円 (8/27)	42,224円 (7/11) 〈史上最高値〉
	東証 時価総額 (月末値)	771兆円 (9月末)	998兆円 (7月末)	1,007兆円 (3月末) 〈過去最高〉
運用	GPIF 年度運用益	10兆円	45兆円 〈過去最高〉	累積運用益153兆円
	資産運用会社の運用受託額 (グロス)	757兆円 (3月末)	995兆円 (3月末)	
家計	家計金融資産 (株・投信等の割合)	2,036兆円 (18%) (12月末)	2,199兆円 (22%) (3月末)	政府目標：3,400万口座 (2027年末) 政府目標：56兆円 (2027年末)
	NISA 口座数	1,765万口座 (12月末)	2,323万口座 (3月末)	
	NISA 総買付額	26兆円 (12月末)	41兆円 (3月末)	
	個人株主数 (年度末)	1,457万人	1,526万人	
コーポレート ガバナンス	PBR等改善計画の公表企業数 (プライム)	—	1,406社 (86%) (7月末)	2023年3月に要請
	政策保有株の比率 (年度末)	12.7%	11.7% (2022年度)	2015年6月、コーポレートガバ ナンス・コードを策定
	女性役員の割合 (各年10月末時点)	8.8% (東証一部)	13.4% (プライム市場)	政府目標：2030年までに30%以上
社会課題 解決	サステナビリティ投資額 (世界シェア) (年)	2.8兆ドル (8%) (2020年)	4.3兆ドル (14%) (2022年)	2020年12月、サステナブルファイナンス 有識者会議を設け、取組を推進
	インパクト投資額 (年度)	1.3兆円	11.5兆円	2020年6月、インパクト投資に関する 勉強会を設け、取組を推進
	グリーンボンド発行額、件数 (年)	1.8兆円、99件	3.0兆円、125件 (2023年)	2024年2月、国はクライメート・トラ ンジション利付国債1.6兆円を発行
	PRI署名数 (日本) (年末) ※ PRI:国連責任投資原則	93機関	124機関 (2023年)	公的年金 7 基金の署名検討を総理 が表明し、2024年7月に署名完了

(出所) 内閣官房・金融庁「資料2 資産運用立国の取組について」資産運用立国と日本金融市場の魅力向上に関する会合 (2024年8月28日)

アセットオーナー・プリンシプルの概要

アセットオーナーに求められる、**受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を実現する上で必要となる共通の原則。**

（アセットオーナーの範囲は、**公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンド**のほか、例えば資産運用を行う**学校法人**など幅広く、その規模や運用資金の性格等は様々。）

経緯：2024年3月～6月に、新しい資本主義実現会議の下、「アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会」において議論を行い、2024年6月よりパブリックコメントを実施し、**8月28日に公表。**

枠組み：プリンシプルの受入れは任意。「**コンプライ・オア・エクスプレイン**」（**原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか**）の手法を取る。プリンシプル受入れ時は、所管省庁に表明し、**内閣官房において受入状況を一覧化して公表。**

<原則1> アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、何のために運用を行うのかという**運用目的を定め**、適切な手続に基づく意思決定の下、**経済・金融環境等を踏まえつつ**、運用目的に合った**運用目標及び運用方針を定めるべき。**
また、これらは**状況変化に応じて適切に見直すべき。**

<原則2> 受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて**専門的知見に基づいて行動**することが求められる。
そこで、アセットオーナーは、原則1の運用目標・運用方針に照らして必要な**人材確保などの体制整備を行い**、その体制を**適切に機能させる**とともに、**知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべき。**

<原則3> アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、**自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行う**ほか、投資先の分散をはじめとする**リスク管理を適切に行うべき。**
特に、**運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理**しつつ最適な運用委託先を選定するとともに、定期的な見直しを行うべき。

<原則4> アセットオーナーは、ステークホルダーへの**説明責任を果たすため、運用状況についての情報提供（「見える化」）を行い、ステークホルダーとの対話に役立てるべき。**

<原則5> アセットオーナーは、**受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり**、自ら又は運用委託先の行動を通じて**スチュワードシップ活動を実施するなど、投資先企業の持続的成長に資するよう必要な工夫をすべき。**

（出所）内閣官房・金融庁「資料2 資産運用立国の取組について」資産運用立国と日本金融市場の魅力向上に関する会合（2024年8月28日）



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。