創発戦略センター　　ISSUE 297 2015/04/14（火）発行

創発 Mail Magazine

創発は‘インキュベーション’のプロ集団。-問題解決のための新しい戦略・進化-

当メールマガジンは、日本総研/創発戦略センターの研究員と名刺交換させていただいた方に配信させていただいています。>> 登録解除はこちら
当メールマガジンは、HTML形式で配信させていただいております。うまく表示されない方は>> こちらからご覧ください

副理事長
湯元.健治

YUMOTO Message

正念場迎える日銀の異次元緩和

株価2万円超えはデフレ脱却を示唆するか

4月10日、日経平均株価が一時的にせよ15年振りに2万円の大台に乗せ、日本経済の前途には明るいムードが漂い始めたかに見える。強気の株式アナリストは、一時的な調整はあっても、年内2万3000円台～2万5000円台まで上昇が期待できると鼻息が荒い。

確かに、2月以降の株価上昇は、（1）昨年秋以降、日本経済が再度、回復軌道に乗り始めたこと、（2）企業業績の改善傾向が続き、今3月期決算では、史上最高益を更新する企業が続出すると見込まれることなど、マクロ、ミクロ双方での環境好転が背景にある。

さらに、最近の株価上昇は、日本企業の経営スタンスが積極的な方向に変わるのではないかとの期待に基づく部分が大きい。10%以上のROE目標設定など企業が株主重視のスタンスを強め、配当増加や自社株買いを増やす企業が増えている。実際、2014年度の上場企業の株主還元額は7年ぶりに過去最高の13兆円(うち配当金が9.5兆円、自社株買いが3.3兆円)と純利益の4割に相当する規模に達した。確かに、変化の兆しはうかがえる。政府の成長戦略の中にある「日本版ステュワードシップ・コード」や「コーポーレートガバナンス・コード」の導入が経営者の心理に何がしかのインパクトを与えた可能性は十分にある。

今春闘の賃上げも、自動車、電機などを中心に過去最高のベアとなる企業が続出したほか、円安にもかかわらず、海外での大型M&Aに踏み切る企業が増えている。2014年度のM&Aは13.9兆円と07年以来の水準に達し、15年1～3月期には4.5兆円と年率換算では、昨年を上回る勢いだ。膨大なキャッシュフローをため込むだけと批判されていた大手企業が人材投資も含めて成長投資に踏み切るとの期待が生じている。

ただし、注意すべきは、最近の株価急騰を演じた主たる買い手が、ヘッジファンドなど短期の投機筋であることだ。彼らは、主に先物市場で買いを仕掛け、相場が上昇すると利益確定の売りに転じる。また、GPIFなどの年金基金の買いや郵貯、かんぽ、日銀のETF買いなど公的資金の買いが相場を下支えしており、下値は堅いとの見方がコンセンサスになっている。日銀の追加緩和期待も、強気の相場観をもたらしている一因だろう。

しかし、筆者は、日本経済はデフレ脱却に向けてなお途上にあり、株価の2万円超えをもって、先行きを過度に楽観視することはできないと考える。これまでの上昇ピッチがあまりにも速かったことと合わせて、米国利上げ時期を巡る不透明感、ギリシャ債務問題、中国経済の減速などグローバル・リスクがこの4～6月期中に一気に噴出する可能性も視野に入れると、株価は一旦、1万8000円程度まで調整する局面が来るとみておく必要があるのではないか。

三年目に突入した異次元緩和の矛盾が顕在化

そうした中で、日銀の異次元緩和が3年目に入った。過去2年余りで、少なくとも市場に対して大きなインパクトを与えたことは疑いない。1ドル120円前後への円安加速、株価2万円台への上昇などで、輸出企業を中心に、企業業績やマインドの

改善と株価上昇による大きな資産効果が表れた。

しかし、筆者が本コラムで繰り返し主張してきた通り、現在の円安水準は明らかに行き過ぎており、円安デメリットも無視できないほど大きくなっている。また、貸出増加を通じた実体経済面へのインパクトは、なお限定的なものに止まっている。ただし、日本経済にとって幸いなことに、円安デメリットは原油価格の急落で相殺して余りある状況になった(詳しくは、湯元健治の視点「原油価格下落の影響をどう読むか」(2015.1.13)参照)。また、消費税再増税の先送りと2年連続ベースアップの実現で、今年度は実質賃金がプラスに浮上する(同「実質賃金上昇の条件」(2015.2.9)参照)。このため、今年は、異次元緩和の副作用が相殺、軽減される形となる。米国の利上げ先送り観測で、大幅な円安が進みにくくなっているのも、日本経済にとってむしろプラスだ。

他方で、物価上昇率の鈍化により日銀の金融政策運営のかじ取りは、矛盾が次第に顕在化し、難しさが増している。原油価格の低下で、消費税率引き上げ要因を除くコアCPIは、2月に前年比でゼロ%まで落ち込み、今後、マイナス圏に逆戻りする可能性が強い。2年で2%、すなわち2015年度中に2%の物価目標達成は事実上困難になった。日銀は「2015年度を中心とする期間」に2%目標は達成できるとの言い回しに修正したが、これは、目標達成時期の事実上の2016年度への先送りに他ならない。

しかし、民間シンクタンクの予測(4月ESPフォーキャスト)では、2016年度の消費者物価上昇率は1.23%に止まっており、2%達成は2017年度以降との見方が大勢を占める。こうした日銀と民間の物価見通しのギャップは、いずれ日銀は3度目の金融緩和に踏み切らざるを得ないという市場の予想を導く。時期は、早くて4月末から9月、あるいは10月実施の見方が比較的多い。ただし、少数派ながら今年中にはないとの予想もある。

日銀は、表面的な物価上昇率が目先マイナスとなっても、あわてて動くことはしないと明言し、(1)物価の基調的な動きを重視する一方、(2)インフレ期待の後退には警戒感を抱く。物価の基調的な動きとは、需給ギャップやインフレ期待などで判断できる物価の動きであり、黒田総裁によれば、「着実に改善している」として、当面、原油安で物価が下落しても、追加緩和は不要とのスタンスを堅持している。他方で、家計、企業のインフレ期待の低下など、基調的な物価に影響を与える事態が生じた場合には、「躊躇なく調整する」とも明言しており、追加緩和がいつ実施されてもおかしくない。民間の実施時期予想にばらつきがあるのは、このためだ。

しかし、達成時期を意図的に曖昧にし、追加緩和の判断をインフレ期待という抽象概念で評価するのは、説明責任の観点からも市場との適切な対話という観点からも、問題含みだ。日銀の異次元緩和は、緩和の内容、タイミングにサプライズがあって初めて市場に大きなインパクトをもたらすが、いつまでも、「2年で2%」「躊躇なく調整」を呪文のように唱え続けるだけでは、いつか「市場の反乱」に見舞われかねない。例えば、コアコアCPIを2017年度までに2%にするなど、目標年次や目標とする物価ターゲットを改めて明確化し、追加緩和は目標が達成困難と判断された時点で実施すると説明するなど、市場とのコミュニケーション戦略の再構築が必要だ。

出口戦略の封印は解くべき

とはいえ、筆者はこれ以上の追加緩和は実施すべきでないと考える。物価目標の達成は、日銀だけでなく政府との共同責任のはずだ。アベノミクスにおいて異次元緩和はすでに役割を終え、今後は成長戦略に一段と軸足を移すべきだ。大規模な量的緩和に過度に依存した政策は、米国から警告されるまでもなく、大きな副作用と市場の歪みをもたらすことは、すでに経験済みだ。黒田総裁は、現段階で出口戦略の議論は、期待に働きかける異次元緩和の効果を損ないかねないとして否定的な見解を示しているが、米国の例を見れば、出口議論は着手する2年前から周到に準備されている。米国を大きく上回る中央銀行のバランスシートの規模や国債買入れ時点での金利水準の低さを勘案すると、出口戦略の困難さは、米国をはるかに上回るものになるからだ。

このまま出口の議論を封印し続けるならば、以下のようなリスクがいずれ顕在化するとみておく必要がある。

第1は、株価など資産バブル発生と崩壊のリスクだ。最近の株価急騰は、景気、企業業績などファンダメンタルズの改善に裏付けられているという意味で、まだバ

ブルだとは断定できない。しかし、現実の相場を動かしているのは、日本企業の行動変化と日銀の追加緩和という2つの期待を根拠に、大量の先物買いを行う短期筋の外国人投資家だ。これに、個人や企業などの国内投資家が本格的に追随した場合、バブル的動きが強まりかねない。80年代後半の経験を振り返るまでもなく、バブルは崩壊するまでは、誰も問題視しないが、一旦崩壊すると後々に大きな傷跡を残す。

第2は、長期金利急騰リスクだ。異次元緩和により、長期金利は異例の低水準に抑え込まれている。このこと自体、金融機関の収益悪化を招来するが、流動性の問題など市場機能の低下が散見される中で、日銀の国債大量購入は次第に財政ファイナンスの色彩を強めている。政府の財政規律の低下が顕著となり、ひとたび、市場の認識が一変した場合、長期金利の「意図せざる急騰」はいつでも起こり得る。その場合、国債を保有する金融機関は膨大な評価損を被る。評価損を最小化しようと売却を急ぐ行為自体がさらなる金利急騰を招くという悪循環に陥りかねない。その場合、事は実体経済の問題に止まらず、金融システム不安と利払い負担増による財政赤字の急拡大という深刻な問題を惹起しかねないことに留意が必要だ。

第3に、こうした事態を防ぐために、日銀がさらに国債買い取りを増加させれば、出口はますます遠のいていく。市場では、止めることのできない大幅な円安加速が生じ、その結果として、コストプッシュ型の悪性インフレが加速、実質賃金がマイナスとなって実体経済は景気後退に陥り、深刻なスタグフレーションが生じる。実際、ハイパー・インフレまでいかずとも、3%台の普通のインフレになっただけで、日本経済は景気後退に見舞われた。2017年度には10%への消費税率引き上げを控えており、その時点で3度目の緩和が実施されていた場合、日銀がインフレを制御できなくなるリスクが一段と高まろう。

出口戦略とは、将来起こり得るこうした市場の大混乱を最小限に止めるためのフォワード・ガイダンス強化を含むものだ。国債購入額の減額・停止、政策金利の引き上げ、バランスシートの縮小という出口の三段階プロセスを円滑に進めるために、市場にその時間軸と具体的手法を予め伝え、ネガティブな反応を最小化する努力こそが求められている。

利上げのプロセスでは、日銀の自己資本毀損リスクが一段と高まり、一定の国民負担が生じることは避けられない。これこそが異次元緩和のコストであり、現在の緩和効果は将来のコストを先取りしているに過ぎない。そのコスト負担の必要性や規模についても、米国金融当局が行ったように、シミュレーションも含めて国民への説明責任をしっかりと果たす必要がある。また、バランスシートの縮小は、市場への影響を考えると、そう簡単にはできない。基本的には、満期保有とならざるを得ないが、そのことは、バブルの温床となる巨額のマネーが2020年代前半まで世界中の市場に滞留し続けることを意味する。その意味で、異次元緩和は、為替や株価の「予期せざる変動リスク」を高めるという代償を伴うものだ。急がれるのは、そうした基本認識を一刻も早く、市場や国民に説明することだろう。

創発戦略センター
シニアマネジャー
松岡 靖晃

創発eyes

新事業開発推進時の共創関係：インキュベーターの3つの役割

シンクタンクではなくドゥタンク。創発戦略センターは、事業を構想し社会的意義を世に問う提言だけに留まらず、その提言を実現するための「動き」を作っていくことが特長である。「動き」を創りだすためには、いかに事業を経済的に成立させ、持続的なものにするかという視点が重要となり、社会的意義と経済的自立の両立という難しい命題に、様々なステークホルダーと共に取り組んでいる。

筆者自身は、これらの「動き」をビジネスとして成立させるために、大企業の新事業開発担当責任者との協働を主に担っている。新事業開発責任者が日頃抱えるプロジェクト構想と日本総研が提案するプロジェクトアイデアを組み合わせ、コンサルタントという役割は持ちつつも、より一歩踏み込んだ共創関係を構築する。両者の考えを踏まえ、より昇華されたプロジェクトを実行し成果を追求することがミッションである。

共創関係を目指すとき、果たすべき役割は３つある。時と場合に応じてこの役割

を使い分けながらプロジェクトを推進している。なお、この役割はコンサルタント側の役割として整理しているが、そこで発揮されるべき価値は新事業を担う担当者にも同様に求められる。両者が状況に応じて役割を認識し、相互尊敬の関係性を構築することが重要だと考えている。

1つめは、マクロトレンドの変化を伝える役割である。我々は、マクロ指標の定点観測を行いトレンドの変化を把握している。また、多くの分野で事業構想の実現を働きかけるために、世界各国の類似事例の収集、政府や企業関係者とのディスカッションを主体的に行い関連情報の蓄積をしている。これらインプットを活用し、マクロ指標のトレンド変化を底流に感じつつ、日々の活動を通じた社会や業界の微細な変化をお伝えし続けることが重要である。

2つめは、主体的に課題解決方法を提示する役割である。我々は、各企業が抱える課題を、広範な視点で客観的に整理できるポジションにある。山積する課題を構造化し、企業が前提としがちな制約条件を取り外して考えるだけでも、その打ち手は大きく広がる経験をしている。プロジェクトメンバーとしてクライアントと違う視点、例えば、他社リソースの活用や類似プロジェクトの成功モデルの援用など、自社内では実現し得ないレバレッジを効かした解決方法を提示することが重要である。

3つめは、現場と経営層をつなぐ役割である。我々は、「社会的意義を実現するために各企業はどんな役割を担うべきか」を常に意識するポジションで活動をしている。社会的意義を起点とした整理により各企業の強み・期待役割を整理しているが、経験則上、企業の長期ビジョン・方向感と合致することが多く、高い目線でプロジェクトの取り組みを整理することができる。プロジェクトの取り組みについて大局観とプロジェクト現場の両面を見据えた論点を提示し、経営と現場の両者の想いをすり合わせつつ、全社にプロジェクトの取り組みを理解・浸透させていくことが重要である。

これまで新事業開発プロジェクトを複数経験している。プロジェクトが本格化し、顕在化した課題解決に集中するほど、社会の根本的なニーズやメガトレンドとの乖離や、会社の経営方針との乖離への手当てが疎かになり、社内外の直接的・間接的な支援が得にくくなる状況を見てきた。共創関係を理想とするコンサルタントとしては、外部の人間、内部の人間という二分論ではなく、主体的に課題解決に取り組む当事者意識を持つのはもちろんのこと、時に外部のアドバイザーとして、時に組織内部の力学を理解したフィクサーとして、場面に応じて役割を使い分けていくことが重要と考えている。我々が、自らをコンサルタントではなくインキュベーターと自己定義している所以もここにある。こうした存在に価値を見いだしていただける新事業担当責任者の方々と一緒に活動し、社会的意義のある新事業を共に創りあげていくことを今後も続けたい。

創発戦略センター
コンサルタント
中村 唯

研究員エッセイ

自由に移動できる幸せ

2011年12月から3年間、前職の関係で、インドの首都デリーに滞在していた。昨年12月に帰国後、「日本に帰ってきて何が一番嬉しいですか？」と時折聞かれると、迷わず、「自由に一人で好きなところに好きな時間に移動できること」と答える。

デリーでは、燃料代などを自己負担すれば、事務所車両での自宅への送り迎えも可能だったので、今の徒歩・電車通勤の暮らしと比較すれば、相当恵まれていた。一方で、当然ながら、ショッピングや友人との食事など私用目的で公用車を使うことは出来ない。そこで、同僚の多くは車を購入し運転手を独自に雇っていたが、ケチな私はそれをしなかった。「デリーにはバスはともあれ、オートリクシャー（三輪タクシー）もあるし、電話予約できるタクシーもあるし、何より日本の支援で建設された、全長が東京メトロと同規模の、便利で近代的な地下鉄もある。自ら街に出て現地の人々と同じ空気を味わう気概がなければ、せっかくのデリー暮らしを存分に楽しめないだろう」くらいに思っていた。

しかし、しばらくすると、ある不便さに気がついた。仕事が終わってデリー中心地に同僚と飲みに行き、店を出たのは午後9時30分頃。まだインドのディナータイ

ムにあたる時間帯である。自宅から地下鉄の駅は徒歩圏内ということもあって、店に隣接した駅から一人地下鉄に乗って帰ることにした。ところが、改札を入って駅構内を歩くにも、車両に乗るにも女性は見渡す限り私たった一人。女性専用車両だったものの、他の男性乗客が多い中、ひどく憂鬱な気分になったのはお分かりいただけるだろう。やがてこの理不尽な状況に少しずつ怒りがこみ上げてきたが、なすすべもなく、それから3年間、夜出かけるときはいつも、どうやって帰ろうか、常に頭を悩ませることになった。

デリーのあるインド北西部は、パキスタンに隣接する保守的な地域で、女性が夜間出歩くことを好ましいと考えない人は依然として多い。しかし、近年はキャリアをもち、レストランでワインなどを片手にディナーを楽しむ女性も飛躍的に多くなった。ただ、そんな彼らの多くは、タクシー代を支払えるか、自家用車や運転手が待つ恵まれた層なのだ。そうでない（東京の私のような）一般女性は、終業と同時に一目散に帰途に着かなければいけないか、親戚男性など「保護者」の同伴が必要になってしまう。もっとも、ムンバイ、コルコタやバンガロールなど、他のもっとリベラルな大都市では夜の街を一人闊歩する女性もよく見かけるから、本経験をもってインド全土を語る乱暴なことをするつもりは毛頭ない。しかし、一昨年世界中で大きく報道された、デリーで女子学生がバスで惨殺された事件も、三輪タクシーに乗車拒否をされ、困った彼女と友人が白バスに乗ったことが事の発端だったことでも分かるように、少なくとも首都デリーでは、実はモビリティ（移動）の問題が、女性の安全に深刻な影響を与えているのは紛れもない事実なのだ。

だから、帰国後から約３カ月、たとえ送り迎えの車はなくても、思い立ったら電車に乗り、渋谷や銀座や新宿に立ち寄って、一人思い向くまま歩き動き回れる東京の生活が楽しくてしょうがない。深夜ひとり電車に乗る女性たちを見ると、やっぱり安全でいい街だなあとしみじみ感じる。ただ、ふとそんな時、ここでも、実はデリーの女性と同じように、移動することに不便を感じている「見えない」人がいるのではと気になる。モビリティは決してぜいたく品であってはならない。社会の構成員全員が思う存分その権利を享受できるとき、本当の意味で、自由で開かれた都市になるのだと思う。

株式会社日本総合研究所　創発戦略センター
Mail Magazine （第2・第4火曜日配信）

このメールは創発戦略センターメールマガジンにご登録いただいた方、シンポジウム・セミナーなどにご参加いただきました方、
また研究員と名刺交換した方に配信させていただいております。

【発行】 株式会社日本総合研究所 創発戦略センター
【編集】 株式会社日本総合研究所 創発戦略センター編集部
〒141-0022 東京都品川区東五反田2丁目18番1号
大崎フォレストビルディング
TEL：03-6833-1511 FAX：03-6833-9479
＜配信中止・配信先変更・配信形式変更＞
http://www.jri.co.jp/company/business/incubation/mailmagazine/

※記事は執筆者の個人的見解であり、日本総研の公式見解を示すものではありません。
Copyright (C) 2015 The Japan Research Institute, Limited.