

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연구원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](#)

[日本総研・創発戦略センター](#) | [役員紹介](#) | [セミナー・イベント](#) | [書籍](#) | [掲載情報](#) |



副理事長
湯元 健治

YUMOTO Message

中国発世界同時不況のリスクをどうみるか

調整局面入りしたグローバル株価

グローバル株価が調整局面入りの様相を呈している。NYダウは、5月中旬以降下落基調が続き、直近(8月7日)では1万7300ドル台と半年振りの安値をつけ、ピーク対比で1000ドル近くも下落した。この背景には、(1) 7月雇用統計が堅調な内容を示したことから、9月にも利上げが実施される可能性が高まっていること、

(2) 4~6月期の企業業績がドル高や原油安による素材・エネルギー産業の大幅減益を主因に、全体でも減益すれすれまで悪化していることがある。米国金融政策の引き締めへの転換は、米国株価が大天井を打ち長期下落局面に転じる引き金となるかも知れない。

他方、欧州株価はギリシャのユーロ離脱リスク後退から足元では反発しているものの、4月初旬のピーク対比では7%以上低い水準に止まっている。新たなギリシャ支援が合意されたとはいえ、これは危機の先送りに過ぎないと見るべきだ。

(1) ギリシャ銀行の不良債権処理、銀行再編と資本注入などの外科手術はこれから、(2) 元本カットを含む債務削減交渉もこれからで交渉は追加支援策以上に難航が予想される、(3) マイナス成長と高失業に喘ぐギリシャ経済の苦境は何ら変わらず、今回の輸出入取引停止、銀行・資本取引停止の悪影響と強力な財政緊縮策の実施は、景気悪化をさらに増幅させる結果を招く可能性が高い。そうなれば、チプロス政権の基盤は弱体化し、秋頃に再び解散総選挙などの政局混乱も起こりうる。欧州株価の先行きも楽観を許さないとみるべきだろう。

さらに、現在、市場の最大の懸念材料となっている中国株の下落には依然として歯止めがかかっていない。過去1年間で2.5倍に上昇した中国株は6月半ば以降わずか3週間余りで3割以上の急落を演じ、さながらバブル崩壊を彷彿とさせた。当局のなりふり構わぬ市場介入、株価対策実施で強引に下落を止めたが、売りエネルギーは溜まっており、市場介入の手を緩めると再下落が避けられない不安定な状況にある。そもそも、昨年来の景気減速と企業業績悪化に歯止めがかからない中で株価維持政策には限界があるのは当たり前だ。

こうしたグローバル・リスクが顕在化する中で、日本株は相対的に堅調を維持している。日経平均株価は、上記リスク要因をこなしながら、年初来高値近辺の2万700円前後にあり、底堅い。この背景には、(1) 4~6月期の企業業績が経常利益で前年比24%、純利益で同28%の増益と欧米諸国対比好調であること、(2) 円安基調の持続による企業業績上振れ期待などがある。2016年3月期の経常利益は、過去最高益を更新する8%の増益予想で市場では最終的に15%前後への上方修正が見込まれている。

中国リスクの3つの波及ルート

しかし、筆者は日本株とグローバル株価の好ましいデカップリングは、長続きはしないと考える。その理由は、以下の3つのルートを通じて、中国経済減速の影響が日本株、日本経済に波及してくるとみるからだ。

第1に、中国経済の想定以上の減速は、わが国から中国への直接輸出のみならず、中国経済減速の影響を大きく受ける東南アジア経済の減速を通じて輸出の減少圧

力となる。実際、わが国の輸出金額に占める中国を含むアジア向け輸出のシェアは54%と過半を占める。4～6月期のわが国の実質輸出は前期比▲3.6%と四半期振りのマイナスに転じており、アジア向け輸出の落ち込みが大きな要因となっている。4～6月期の鉱工業生産は前期比▲1.5%のマイナスと3四半期振りの減産となり、同実質GDP成長率は年率▲2%前後のマイナス成長が見込まれるのも、個人消費の弱さに加えて、輸出の落ち込みが響いている。株式市場はこうした輸出を通じた波及ルートを過小評価している可能性がある。

第2は、グローバルな同時株安を通じた影響だ。前述の通り、中国の株価はバブルが破裂し、当局が市場経済を無視した必死の対策で、これ以上の下げを食い止めようとしている。確かに、株価のさらなる下落に歯止めをかけることに成功すれば、グローバル市場への波及は最小限に食い止められる。幸いにも、中国株式市場の売買シェアの8割は個人投資家で、外国人投資家や機関投資家の存在感は薄い。中国株下落の影響は、売りが売りを呼ぶというデレバレッジではなく、多分に心理的影響を通じたものに止まると考えられる。ただし、中国株がさらに一段と下落し、バブル崩壊が本格化した場合には、グローバル株価が本格的な調整局面に転じる可能性が高く、警戒が必要だ。

また、株価下落が家計の逆資産効果を通じて実体経済に影響を及ぼし始めている。新車（乗用車および商用車）販売台数が6月まで3か月連続の前年割れとなっており、7月には日系メーカートップの日産の中国販売が前年比▲13.9%と2桁減に陥っている。株式保有比率でみると、個人投資家のウェイトは22%に過ぎず、逆資産効果はさほど大きくないとみる向きもあるが、企業の株式保有比率は64%と高く、商用車を中心に投資の手控えが鮮明になっている。中国企業はかつての日本企業と同様、株式投資を通じた「財テク」に走っており、そのダメージは深刻だ。中国経済への依存度が高い韓国をはじめとしたアジア諸国、ドイツ、資源国などでは無視できない影響が生じている。わが国でも、すでに、金属加工機械、工作機械、建機、電子部品、鉄鋼などの業界で受注減として影響が表面化しており、先行き、わが国株式市場への影響も決して過小評価できない。

第3は、原油をはじめとする国際商品市況への影響を通じた波及ルートだ。WTI原油先物価格は、1バレル43ドル台と再び下落傾向に転じており、本年1月下旬以来の低水準となっている。6月下旬頃までは60ドル前後に反発していたが、(1)米国の石油掘削リグ稼働数が再び増加に転じたこと、(2)米国の石油生産が高止まりし、在庫も増加に転じたこと、(3)サウジアラビア、イラク、リビアなどOPEC諸国が生産枠の3000万バレルを上回って増産を続けていること、(4)イランの経済制裁解除から石油輸出の解禁が見込まれることなど、原油供給増要因が多い中で、中国株急落に端を発する中国経済減速懸念が原油需要の減少要因として強く意識され、節目とみられた50ドルを割って急落した。

こうした原油価格の再下落は、日本経済、日本企業にとっては朗報だが、世界有数の原油生産国である米国にとってはマイナス影響が大きい。すでに指摘した通り、4～6月期の企業業績は、エネルギー関連企業が▲58%の減益となったことを主因に、1.6%の増益に止まり、1～3月期(2.2%増益)からさらに鈍化した。原油価格の下落がさらに進めば、ドル高の影響と相まって減益基調が定着し、一段の米国株価下落要因になることは間違いない。

原油以外の国際商品も中国需要の減少を織り込み、ロイターCRB指数は12年振りの安値圏に沈んでいる。国際商品の中でも、金は1100ドルを切り1000ドル割れが視野に入ってきた。世界的な実需の減少に加え、6年振りに公表された人民銀行の金保有高が市場推計の半分に過ぎなかったことが明らかとなり、中国系ファンドの大量の売りを誘発した。米国利上げを間近に控えて金利のつかない金は、世界的な低インフレでインフレヘッジ商品としての魅力も低下している。世界需要の半分を中国が占める銅価格も6年振りの安値となった。中国の銅に対する需要は実需のみならず、数年前から輸入取引を使った理財商品などへの投機資金調達手段として利用されていたが、当局の取り締まり強化で、投機的需要が消失したことも響いている。

こうした国際商品市況の下落は、中国経済の減速や中国株価の下落に歯止めがかからない限り、止まらない。その影響は、米国利上げによるドル高、資源国通貨安の形で資源国、新興国の経済成長に影響を及ぼす。例えば、ロシアルーブル、ブラジルレアル、マレーシアリングは対ドルで今年の最安値を更新しており、商品市況の下落と通貨下落の悪循環が続いている。IMFの最新世界経済見通しによ

れば、 年の新興国経済の成長率は %と 年 % から減速する。中国経済の減速が貿易面はもとより、商品、為替、株式相場の各面から資源国、新興国経済の足を引っ張る構図は当分続くとみておく必要がある。

深刻なジレンマに直面する中国経済

以上みてきたように、中国経済の予想を上回る減速は、あらゆるルートを通じて、世界同時不況を招来するリスクを高める。習近平政権は、構造改革重視の路線を堅持しているが、7%成長目標の達成は次第に厳しくなりつつある。年後半は政策面から景気テコ入れを強化することは必至とみられるが、以下の3つのジレンマを抱える下で、構造改革と成長の両立は決して容易な道のりではない。

第1に、中国の投資主導型経済は、過剰生産・供給過剰、不動産バブル、環境汚染を生み出し、持続可能な経済成長を脅かしている。当局は、構造改革と称して過剰投資の抑制と不動産バブルつぶしに邁進した。しかし、その代償は予想以上の景気減速であり、景気対策としての金融緩和強化を余儀なくされてきた。これは必然的にファンダメンタルズから大きくかい離した株式バブルの発生と崩壊を招いた。投資主導型成長から消費主導型成長への早期転換を焦る余り、当局が株式投資奨励策を相次いで取ったことが仇となってしまった。

第2に、既述の通り、中国にとって想定を上回る景気減速は、国際商品、資源価格の大幅な下落を招来し、新興国経済を下振れさせている。これは、中国の新興国向け輸出の減少となって跳ね返るだけでなく、エネルギー・素材関連の国有企業の業績悪化となっても跳ね返り、文字通りダブル・パンチを受ける形となっている。しかし、中国にとって鉄、セメントなどの素材やエネルギー需要を増加させるような景気対策を取ることで、不動産も含めた過剰投資構造を復活させることに他ならない。「背に腹は代えられず」で、当局は住宅ローン規制の緩和に踏み切ったが、北京、上海などの大都市圏では、再び住宅価格が上昇し始めており、景気ファインチューニング(微調整)は、言うは易いが、現実的には難しい問題を孕んでいる。

第3に、なりふり構わぬ株価対策の実施は、「市場原理」を歪め、明らかに構造改革に逆行する。今回の一連の株価対策の中で、巨額の人為的な株価買い支え(PKO)はもとより、大口投資家に対する株式売却禁止、国有企業28社のIPO停止などは、市場を破壊し、内外投資家の信認を損ねる暴挙に等しい。とくにIPOは市場の力で国有企業改革を進める手段のはずだった。しかし、こうした株価対策を早期に止めると、再び株価が下落し、景気のさらに厳しい減速を招きかねない。当局は、止めるに止められない副作用の強い薬を飲んでしまったといえる。市場の正常化には相当の時間がかかることを覚悟しなければならないが、それは構造改革の大幅な遅れに直結することでもある。

結局、当局には年後半さらなる金融緩和と相当規模の財政出動で景気を支えるしか選択肢はない。しかし、金利や金融制度などの自由化の遅れは、金利操作による金融政策の効果が効きにくいという中国特有の構造を温存する。同様に、税制や地方財政制度の改革を伴わない財政支出の拡大は、過剰投資、地方の過剰債務、不動産売却収入依存構造を助長するリスクが高く、折角の構造改革路線を「元の木阿弥」に戻しかねない危険な道だ。構造改革を取るか、成長を取るか、選択肢を誤れば、中国が世界同時不況の引き金を引くリスクは決して低くないとみるべきだろう。



創発戦略センター
コンサルタント

[程塚 正史](#)

創発eyes

「生活サービスの横断化」というイノベーションを通じた地方創生

今後、本格的な少子高齢社会を迎え、特に地方ではさらに人口減少が加速していく。「自治体消滅」といったセンセーショナルな言葉も飛び交い、地域の振興にかつてなく問題意識が高まっている。東京一極集中の弊害も叫ばれるものの、しかしグローバル競争が当たり前となるなか、東京はじめ大都市には、世界の競合と戦うフィールドとしての役割がある。地方創生は、地域起点で行うしかない。

ただ、地域活性化の施策として、これまで注目されてきた外部資本を導入する処方箋や地域内資源を発掘し域外の購買力で稼ぐ処方箋が万能とはいえないのも事実だろう。大規模工場などの企業誘致が一昔前の成功モデルであるが、一部国内

回帰の動きはあるとはいえ、新たな誘致は容易ではない。インバウンド需要にも注目が集まるが、これとでも、すべての地域で実現できるわけではない。確かに、町内の森林で採れる葉っぱや花をつまものとして販売する上勝町の「葉っぱビジネス」のような成功例はあるものの、普遍的モデルとして適用するのは簡単ではないのである。

今後の地域活性化のためには、外部との移出入に依存しない、地域内での強靱な経済モデルの構築が必要ではないだろうか。どんなにコミュニケーション手段や交通手段が発達しても、暮らしの基盤はそれぞれの人の住まう地域内にあり、大部分の経済活動は生活に密着した地域で行われている。医療や福祉、教育や保育、域内交通、電気・ガスや水道、消防や救急などの「生活サービス」におけるイノベーションこそが、抜本的な地域の活性化につながると考えられる。

一般に、地域内での経済循環を図ろうとすると、大規模資本による規模の経済との競争で劣位に立たされる。しかし上記のような「生活サービス」は、そこに住まう人々にとってフェイス・トゥ・フェイスのサービスであり、供給者と顧客の関係が密着している事業である。規模の経済が働きにくいと、地域に根づいた事業主体の活躍が今後も期待される領域であると考えたい。

現在「生活サービス」は縦割りの分業となっている。つまり医療なら医療法人が、福祉であれば介護事業者などが、教育や保育は自治体自身が、域内交通は補助金を受けつつ地域内事業者が行っている。この「生活サービス」の領域で、横串で通すような事業の可能性に注目したい。地域密着型の事業の複数を同時並行的に行うという「生活サービスの横断化」によって、コスト効率が上がり外部に流出していたコストが削減されたり、使い勝手のよいサービスの誕生によって購買喚起を実現できたりする。また、新サービスが軌道に乗れば、地域内での雇用も生まれ、新たな顧客ニーズ発見から、さらに新事業が生まれ、結果として、生活サービスの横断化は、地域内での資金循環を活性化させることができるのではないだろうか。さらに追加的な効果として、人々の交流が生まれ、GDPには換算されない貨幣外の価値の創出につながるのではないだろうか。

すでに萌芽は各地で見られる。運転士が介護資格を併せ持つ介護タクシーサービスは、地域交通を担う事業者が介護施設と連携して行っている事業である。このサービスによって、外出できなかった高齢者が移動の機会を獲得し、QOL(生活の質)向上とともに、買い物を取り戻したという報告は数多くなされている。また商店街の空き店舗を活用して学童保育を行っているという事例もある。このサービスによって、地域住民(特に若年女性)の就業の機会が確保されるとともに、保育士の雇用も生まれている。また、高齢者の増えた団地において、そこに住む元気な高齢者たちがNPOを組織して、地域内カーシェア事業を運営するという事例もある。

こうした「生活サービスの横断化」の鍵は、地域の不活性資源の有効活用という点にあるだろう。上記の例で言えば、タクシー運転士という人的資源(運転士の待機時間の有効活用)、商店街内の空き店舗という物的資源、元気な高齢者の皆さんの時間資源などがこれにあたる。軽微な追加コストだけで、住民サービスの機会創出を図ることができる。

従来であれば、規制視点の発想に縛られてきた地域エネルギー事業者が、「生活サービスの横断化」に関心を寄せる事例も現れている。中部圏のある電気ガス設備事業者では、設備の保守点検のために従来から地域をまわっている従業員に、高齢者の安否確認や、地域内情報の媒介の役目を担い始めてもらっているという。その先には、訪問医療や託児、物流・小売りなどとの連携ができるとの展望を有しているとのことだ。

現在、日本総研でも「生活サービスの横断化」の可能性について、各地の地域密着型事業者や自治体の方とともに検討を進めている。先進事例を参考にさせていただきつつ、大規模で横展開が可能なモデルの創出が当面の目標である。



創発戦略センター
シニアスペシャリスト

三輪 泰史

故郷のスポーツチーム

皆さんには最良のスポーツチームはありますか？野球、サッカー、バスケットボール、バレーボール等、さまざまなチームが全国で活動しています。スポーツチームを活かした地域活性化も広く取り組まれており、地域の魅力・活力となっている事例も少なくありません。私は広島出身なので、当然のことながら昔から野球は広島東洋カープ、サッカーはサンフレッチェ広島のファンです。特に、私自身がサッカーをずっとやってきたこともあり、サンフレッチェ広島に対する愛情は人一倍深く、最近は娘も順調に(?)サンフレッチェファンに育ちつつあります。

広島という地方都市を拠点とするサンフレッチェは、残念ながらさほど財務基盤に恵まれておらず、毎年主力選手が資金力豊富な他チームに引き抜かれてしまう憂き目にあっています。そのような逆境においても、ユースチームや高卒新人の選手を育成したり、下のカテゴリー(J2)の選手を見いだしたりと、お金をかけない方法でチーム力を向上させています。その成果もあり、2012年と2013年にはJリーグで優勝する等の好成績を収めています。今シーズンも第22節(2ndステージ第5節)終了時点で年間勝ち点のトップに位置しており、ファンの一人として、今年も好成績を期待せずにはいられません。

一方で、近年はJリーグ自体が地盤沈下してしまっているのでは、という印象を持っています。Jリーグ創設期には、少しピークは過ぎたものの、さまざまな国の世界トップクラスの選手がJリーグに集まってきましたが、近頃は大物選手が少なくなっていました。いま欧州サッカーは移籍期間なのですが、以前はJリーグに来てくれていたような選手が、最近はアメリカ、中国、UAE等に移籍するようになってきました。今期は特に著名なプレイヤー(イタリアのピルロ、イングランドのジェラード等)のアメリカ移籍が話題となりました。また、アジアのNo.1サッカークラブを決める、AFCチャンピオンズリーグ(ACL)では、Jリーグのチームが豊富な資金力で大物選手を招いている中国のチームに負けることも増えてきました。

世界のサッカーバブルから取り残された感のあるJリーグですが、スタジアムに足を運べば選手とファンが一体となった熱い試合が繰り広げられています。Jリーグで各チームが切磋琢磨することでさらなるレベルアップを図り、再びアジアのNo.1クラブの座を奪還してもらいたいと願っています(それが愛するサンフレッチェ広島であれば最高ですが)。

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.