

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

試練に直面する中国経済

止まらない中国発世界同時株価下落

中国株の暴落に端を発する世界同時株価下落がなかなか止まらない。9月7日の日経平均株価は、1万7,860円(前日比68円高)と反発力は弱い。ヘッジファンドを中心とする海外投資家が先物主導で日本株売りを加速させている。海外投資家は8月1ヵ月間で2兆5,350億円と2008年8月以来、最大の売り越しに転じた。NY株価は1万6,100ドル台、欧州株価も今年の最安値圏に沈んでおり、ドラギECB総裁は、景気・物価見通しを下方修正した上で、量的緩和の拡大、期限延長も辞さない構えを示している。新興国株価も大幅な下落基調が続いており、筆者が前月の本コラム(「中国発世界同時不況のリスクをどうみるか」、2015.8.11付)で懸念していた中国発の世界同時株価下落が現実のものとなっている。

投資家心理を示すと言われるVIX指数は9月に入って以降、パニック状態の目安とされる30前後で推移しており、グローバル投資家の「リスクオフ」は、当面続くものと予想される。グローバル・リスクが高まる局面では、安全通貨の円買いから円高圧力が高まり、1ドル119円まで円高が進んだことも日本株の下落要因となっている。また、原油価格が35~50ドルの間でエスカレーターのように乱高下し、直近のWTI先物価格は45ドル前後で低迷が続いている。これも米国のエネルギー関連業種を中心とした企業業績の悪化を通じて、米国株下落の要因となるだけでなく、新興国・資源国の株価を押し下げ、中国経済の減速と相まって、新興国経済を下振れさせる。

震源地となった中国株は、上海総合指数が3,100ポイントを割れて低迷を続け、回復の兆しは一向に見られない。当局のなりふり構わぬ市場介入による株価対策、相次ぐ金融緩和策の実施にもかかわらず、明確な下げ止まりの兆しは見られない。实体经济の減速や企業業績の悪化に歯止めがかからない限り、中国株の反転上昇は当面見込み難いといえよう。

こうした世界同時株価下落が引き金となって、世界同時不況が引き起こされるのかどうかは、アンカー役となる米国経済の行方にかかっている。7月の雇用統計は、非農業就業者数が前月対比17.3万人の増加に止まり、市場予想の22万人を下回った。ただし、失業率は5.1%と前月比0.2ポイント低下し、時間当たり賃金も前月比0.3%の上昇と強弱区々の内容となった。来週9月16・17日に予定されるFOMCで利上げが実施されるかどうかは5分5分の情勢となっており、12月まで先送りされれば、短期的には安心感が広がるが、年内の金融資本市場は混乱が続くだろう。ただし、筆者の見方は、米国経済は基本的に底堅く、景気後退に陥るリスクは小さいと考える。他方で、より下振れリスクが高いのは中国経済だ。

公表数値以上に悪い中国経済

中国株価の暴落をきっかけに、中国経済や中国当局の政策に対する市場の見方は、楽観・期待から、失望・警戒へと大きく変化した。時あたかも、中国株価が3,500ポイントを切り、下落が再び加速の様相を見せはじめた8月19~21日に筆者は北京に赴き、複数の政策当局者や市場関係者、民間エコノミストと意見交換する機会を持った。その時の率直な印象を以下に述べよう。

第1は、中国経済が大方の想定を上回って減速し続けているということだ。4~6月期の実質成長率は公表ベースでは、かろうじて7%を維持した。しかし、この数値は4月から6月半ばまでの株価上昇による金融部門の収益嵩上げによるもので、これがなかったら実態は6.5%成長だったとの見方を聞いた。某証券会社によると、株価暴落で1日当たりの取引量が6割以上減少したという。その反動影響だけでも、7~9月期に7%以上の成長を維持するのは困難だ。政府は今年の7%目標は達成できると自信を示すが、多くの民間エコノミストは、仮に、金融財政面からの政策発動で下期に7%を維持できても、来年は地方政府の債務問題深刻化から7%は達成困難だという。

そもそも、労働力人口の減少、労働コストの上昇で、輸出・投資主導型経済モデルが限界に直面している以上、7%を維持できなくなることは、時間の問題だ。筆者は、成長率を5~6%に落として構造改革をスピーディに進めることが必要ではないかと問い正したが、多くの答えは、「それは経済理論的には正しい指摘だが、政治的には7%は必達の目標であり、今後も7%前後の数値が公表されるだろう」というものだった。もはや、中国経済を見る上で、経済成長率を見るのはナンセンスだと言えよう。

第2は、金融政策の効果が極めて乏しいことだ。昨年秋以降5度にわたる利下げと今年に入ってから3度にわたる預金準備率の引き下げを行ったにもかかわらず、实体经济の回復はおろか、株式市場へのインパクトも予想以上に小さい。中国の金融・市場関係者は、人民銀行の金融政策を「量的緩和」と呼んでいるが、これは日米欧がゼロ金利制約の下で実施している「量的緩和」とは、質的に異なる。中国の場合は、中央銀行が潤沢に市中に資金供給を実施することで、市場の不安を和らげると同時に、国有銀行やシャドーバンキングなど様々なルートを通じて、資金供給するものだ。しかし、今回面談したエコノミストの大半が实体经济に資金が回っていないという。その理由は何故か。

1つは、企業サイドの資金需要が乏しいことだ。中国経済減速の最大の要因は、製造業の設備投資と不動産開発投資の増勢鈍化だ。だが、これは過剰投資の是正という構造改革断行のためには、止むを得ない調整だ。過剰投資の裏側には過剰債務があり、その調整プロセスでは、企業の資金需要が乏しくなるのは90年代のバブル崩壊後の日本の経験から見ても当然だ。ブローカーの介在による資金調達コストの高止まりも、資金需要を弱める要因だ。もう1つは、4大国有銀行の貸出スタンスが消極的なことだ。預貸金利の自由化が進む中で、昨年秋以降の利下げで銀行の利ザヤは縮小している。国有銀行の預貸比率は62%に止まっている。他方、景気減速・企業収益悪化で不良債権比率が上昇している。市場関係者は、同比率は公式発表ベースの1.5%の少なくとも2倍はあるという。銀行が貸し渋りを行っているために、いくら量的緩和を行っても、マネーが实体经济に流れないという。こうした現象は、まさに90年代の日本の状況に似ている。

第3は、株式バブル崩壊の影響は、まさにこれから出てくることだ。中国の株式バブルは、場外配資と言われる信用取引によって引き起こされた。2倍までと法定されているレバレッジをグレーな取引で5倍以上に高めてしまった。当局がその実態に気づき規制を強化したとたん、バブルは破裂した。そもそも、实体经济のファンダメンタルズから乖離して株価が上昇するのは、預金金利の自由化の遅れから国民の資金運用手段が不動産や理財商品などのハイリスク高利回り商品しかなく、この2つの投資規制が強化されると資金が株式市場に一斉に流入した。当局は、国営メディアを使ってそうした行動を奨励さえした。消費主導型経済に移行するためのもっとも手っ取り早い政策だと考えた節があるが、それは甘かった。株式バブル崩壊の影響は、個人、企業部門双方にこれから表れる。個人投資家の売買比率は8割と高く、逆資産効果が出始めている。ただし、筆者は、個人の株式保有比率は22%に過ぎず、かつての日本とは異なりマクロ的には対処可能な範囲に収まると見る。他方で、保有比率が64%と高い企業部門への影響は深刻だ。上場企業は理財商品など間接的なルートで株式に投資する「財テク」を実施し、収益を実態以上に良く見せてきた。今後、その化粧がはがれてくる。また、IPOの停止や増資によるM&Aの困難化など株式市場の機能が損なわれていることも企業経営へのダメージとしてのしかかる。現在のような当局の強引な介入による市場機能の麻痺状態は、少なくとも6カ月以上続くと市場関係者の多くは見ている。

市場を知らない中国当局

以上のように、中国経済に対する現地の見方は、非常に厳しいとの印象を強く

持った。

加えて、中国当局は、市場というものを余りにも理解していない。知らないと言っても過言でない。株価急落時に打ち出した強引な株価対策は、当局が自らの力で市場をいかようにもコントロールできるという過信を示している。しかし、現実には市場関係者が当局の防衛ラインとみていた3,400ポイントをあっさり下回り、2,900ポイント台まで下落、利下げと預金準備率引き下げを同時発表しても株価が下落するなど、市場には根強い下落圧力が残されている。

上海市場では適格外国人機関投資家(QFII)などの規制が残っており、外人投資家の存在感は大きくないが、昨年11月に香港-上海株式売買相互取引プログラムが導入されたことにより、香港市場経由で自由な売買が可能となっており、海外投資家が大量の先物売りを出したとの噂が飛び交った。本来、自由化、市場化を経済・金融改革の柱として進めてきた中国当局にとって、株価をコントロールしようということ自体が、構造改革に反することだということを理解していない。また、なりふり構わぬ株価対策は、却って市場の不安心理を煽り、再下落の引き金を引いたと言える。さらに、当局の市場原理無視のいわば「何でもあり」の対策は、投資家の当局への信認を大きく損ねる結果となり、株価対策が効かない原因ともなっている。

人民元の唐突とも思える切り下げも、市場に対して、「中国経済はそこまで悪いのか」という不安心理を植え付けたに過ぎなかった。4-5%程度の切り下げでは、輸出促進効果が乏しいことは火をみるよりも明らかだ。本来の狙いは、元安誘導による輸出促進ではなく、元の実効為替レートが米国が利上げに踏み切るとの予想が支配的となった影響で実勢以上に元高に振れた相場を実勢レベルに戻す調整だったはずだ。また、人民元のSDR採用など、国際化の一環としてより市場実勢を反映しやすい基準レート設定のメカニズムを作ろうという意図もあったに違いない。こうした意図が市場にスムーズに理解されるためには、投資家向けの周到な説明や誤解を招かないタイミングでの実施が必要だった。

おわりに

中国当局が意図的とも思える株価押し上げを進めた理由は、個人投資家を喜ばせるという単純なものではなかったはずである。当局は、株式市場に、(1) 負債比率の引き下げによる債務問題のリスク緩和、(2) ベンチャー企業の育成、(3) IPO促進による国有企業改革の3つの役割を期待していた。債務問題への警戒や産業構造の転換、構造改革の実施こそが転換期にある現在の中国には極めて重要な課題であることを当局は十分認識している。しかし、その役割を株式市場にのみ負わせようとしても、市場をコントロールできない限り、失敗は避けられない。当局は高い代償を払ってようやくそのことを学んだのかも知れない。



創発戦略センター
コンサルタント

沢村 香苗

創発eyes

シニアの本音を引き出そう ～シニアはなぜギャップシニアになるのか～

(1) 皆、シニアのことが分からなくて周りをぐるぐるまわっている

「高齢者のニーズが見えない」「本音を言ってくれない」「ニーズなんてないのでは？」高齢者サービスに関わる人、シニアマーケットに関心のある人は皆、こんなもどかしさを抱えている。なんとか仮説を立ててぶつけてみても、結局どうだったんだろう？と反応の解釈にまた悩む。このような感じで今、皆がシニアの周りを取り囲んで腕組みしている。

(2) シニアはなぜニーズを潜在化させるのか？

では、シニアは人生の達人として余裕しゃくしゃく暮らしをしているのか？もちろん健康状態や社会経済的状況、性格によっても異なるが、彼らは彼らで、衰えていく認知能力と身体機能、目減りしていく資産、親しい関係の喪失など、様々な荒波に直面しながら、日々を穏やかに過ごすべく様々な「適応」を試みているのである。本稿では、「やりたい」と「できる」ことの間で立ち止まる「ギャップシニア」の心理を、シニアの発言を引用しながらのぞいてみたい。

第一段階（漠然とした危機感）

「いつどこでどういうふうに倒れるか分からない。だけど、今のところ困る問題

というのはほとんどない」

加齢の影響が現れてくるにつれ、シニアの中に漠然とした危機感が生まれる。この段階では、何かがあったら、その途端に手も足も出なくなることに気がつきつつ、具体策を立てるのが既におっくうに、あるいは難しくなっている。子世代も同様で、できれば親の介護は棚上げしておきたい問題だけに、誰も直視しない。皆が行き当たりばったりな状態である。

第二段階（困る）

「新しいものにお世話にならなくてはいけない時期が、いずれ来るでしょうけれども、今のうちはなんとかこのやりかたで」

少し段階が進むと実際にいろいろ困りごとが出てくる。しかし困りごとの解決に必要な新しい手段を採ることがシニアには難しい。「人には甘えられない」「新しいものに頼るのは怖い」といった心理が立ちはだかつて、結局は「多少無理があっても今のやり方を続ける」ことを選択する。危ういながら自動車の運転を続けるのはその一例である。これは、自立していたいという願いの表れである。一方でこれは思考停止であり、挫折の危険が高まっている。

第三段階（限界が来る）

「頭で『あっ』と思っても体が動かない。それが怖くて運転をやめました」

いよいよ、身体的に辛くなったり、何らかの挫折体験（事故など）をしったりすることによって、限界を突きつけられる。

第四段階（諦める）

「なるようにしかならないからいいわと。まあそう何年も生きるわけではないから」

引退宣言をし、やりたいことを諦めてしまう。

(3) どうすれば本音を聞けるのか？

上述のプロセス分析は複数のシニアにインタビューをして、その言葉の「端々から」共通の部分を紡ぎ出したものである。こういった気持ちは決して本人の口から話題の中心として出てくるものではない。同時に、彼らはよく「叱られる」という言葉を口にする。子世代に叱られることを何よりも恐れているのである。子世代は親の加齢に動揺してつい否定的な言葉を投げつけてしまいがちだし、親世代は親と子の立場の逆転に動揺する。こうしたインタビューは全くの外部者が雑談を含めて行ったからこそ、本音を多く拾うことができたのだと感じる。外部性と遊びはシニアのニーズを引き出す上で非常に重要な役割を果たす。

ニーズの潜在化は一種の消極的な適応であって、シニアが一人で加齢という荒波を乗り越えるために編み出したプロセスである。ギャップシニアコンソーシアムでは、シニアが自ら新しい手段を選びとり、やりたいことを続けられるよう支援する商品・サービスを創出することを目指している。これはつまり、加齢への適応を消極的路線から積極的路線に乗り換えるために必要な「プラットフォーム」を構築するという挑戦である。その成功の鍵は、シニアの行きたい先をうまく聞き出し、そこへの道筋を指し示す優秀な案内人をいかに創り出せるかにある。



創発戦略センター
スペシャリスト

林寿和

研究員エッセイ

男性による育児休業取得について

「イクメンブーム」などと言われる昨今、男性による育児休業の取得が何かと話題になることが増えています。育児休業を取得した男性従業員の体験談が、企業のウェブサイトなどで紹介されている事例もよく目にするようになりました。そんな中、先日、私も当社にて育児休業を実際に利用させていただく機会を得ました。休業期間は2週間プラス1日と比較的短いものではありませんでしたが、仕事から一旦離れて家族と過ごす時間は大変有意義なものでした。

男性による育児休業制度の利用については、日本全体の統計データを見ると、その水準は2.03%とかなり低いものとなっており、比率自体は増加傾向にはあるものの、まだまだハードルが高いと言わざるを得ないようです（数値は厚生労働省

「平成 25 年度雇用均等基本調査」を参照)。

そこで、振り返って考えてみると、私の場合は、育児休業制度を利用するかどうかを真剣に考える最大のきっかけになったのは、周囲の人々が育児休業の取得を何度も薦めてくれたことにあると思います。実際、厚生労働省の調査でも、配偶者（妻）の妊娠時点において育児休業の取得意向が「なかった」と回答した男性の方が圧倒的に多い一方で、その多くが「職場が育児休業制度を取得しづらい雰囲気だった」とは必ずしも感じていなかったという結果になっています。もちろん、人手不足や、業務の特性上他の従業員ではカバーできないといった事情を抱える職場もあると思いますが、それだけが2.03%という低水準の理由とは考えにくいと思います。仮説の域を出ませんが、取得するかどうかについて正面から考えられることもなく、なおざりにされているケースが多数存在し、それが2.03%という数字に現れているのではないかと思います。実際、私の場合も、周囲が薦めてくれなければ、真面目に考えることがなかったかもしれません。本メールマガジンをご覧の方の職場でも、男性の同僚や部下から配偶者の妊娠報告を受けることがあれば、「じゃあ、育休取るよね？」と一声掛けてみていただくと、それが彼らの背中を押す重要な一言になる場合があるのではないかと思います。

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。

※9月の第4週の火曜日は祝日のため、次回の配信日は9月29日になります。

【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.