

**Contents** \*\*\*\*\*

特集：世界経済の難問～ギリシャ、中国、FRB	1p
<今週の The Economist 誌から>	
”China embraces the markets” 「中国が市場を抱きしめる」	7p
<From the Editor> 新安保法制後の政局	8p

\*\*\*\*\*

**特集：世界経済の難問～ギリシャ、中国、FRB**

今週はギリシャ債務危機、中国における株式バブル崩壊、そして米国におけるイエレン議長の議会証言など、海外発の経済ニュースがいくつも交錯しています。それぞれが重い内容を抱えているので、何を取り上げるべきか迷うところです。

ただしギリシャや中国だけが問題なのではない。よくよく見ると「2015年の世界経済全体が沈滞ムード」にあって、それを政治がさらに悪化させている、という構図が見えてきます。EU と中国は両方とも、簡単には軌道修正できそうにないところが悩ましい。この調子でいくと、米国の年内利上げも簡単には決まらないのではないのでしょうか？

**●石油安でも世界経済は低調なまま**

7月9日にIMFの世界経済見通し(WEO)が改定された。これを見ると、そうでなくとも低調な世界経済がさらに下方修正されている。しばらくは、「2%台の先進国+4%台の新興国=3%台の世界経済」という成長ラインが続きそうだ。

普通に考えてみれば、今年は石油価格が前年比4割も下げるのであるから、少なくとも石油消費国においては、ある程度の景気浮揚効果があつてしかるべきだろう。ところが、大量の石油を輸入しているわが日本経済も、それほど石油安のメリットを享受しているようには思われない。

貿易統計を見ると、2014暦年(1-12月)の石油輸入量は13.9兆円、それが2014年度(4-3月)になると11.9兆円となっている。わずか3か月の違いで、対外支払いが2兆円も浮いているのだから、その分は消費に回るか、企業の生産コストが下がるか、もう少し「ご利益」が実感できてもいいはずである。

○World Economic Outlook IMF/July 9, 2015) 単位% (Projection)

	2013	2014	2015	2016
<b>全世界</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.3(-0.2)</b>	<b>3.8(0.0)</b>
<b>先進国</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1(-0.3)</b>	<b>2.4(0.0)</b>
—アメリカ	2.2	2.4	2.5(-0.6)	3.0(-0.1)
—ユーロ圏	-0.4	0.8	1.5(0.0)	1.7(+0.1)
—日本	1.6	-0.1	0.8(-0.2)	1.2(0.0)
<b>新興国</b>	<b>5.0</b>	<b>4.6</b>	<b>4.2(-0.1)</b>	<b>4.7(0.0)</b>
—中国	7.7	7.4	6.8(0.0)	6.3(0.0)
—インド	6.9	7.3	7.5(0.0)	7.5(0.0)
—ブラジル	2.7	0.1	-1.5(-0.5)	0.7(-0.3)
—ロシア	1.3	0.6	-3.4(+0.4)	0.2(+1.3)
—ASEAN5	5.1	4.6	4.7(-0.5)	5.1(-0.2)
<b>世界貿易量</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>	<b>4.1(+0.4)</b>	<b>4.4(-0.3)</b>
石油価格	-0.9	-7.5	-38.8(+0.8)	9.1(-3.8)
非石油商品	-1.2	-4.0	-15.6(-1.5)	-1.7(-0.7)

\*( )の数字は前回 2015 年 4 月 WEO との差異

なんだか割り切れない思いをしていたのだが、最近になって考え方が逆ではないかと気がついた。つまり「石油が安いのに世界経済が良くならない」のではなく、「世界経済が悪いかから石油が安くなる」のである。

ではなぜ、経済成長率が下がっているのか。先進国ではローレンス・サマーズ教授の言う“**Secular Stagnation**”（**長期停滞**）**仮説**がある。大きな金融危機を経験した後の経済は、長期にわたって伸び悩む。1990 年代のバブル崩壊後の日本経済がその典型であったし、2008 年の国際金融危機後は欧米経済全体がさらに盛大にそれに直面している。金融危機後の経済は生産性が低下し、潜在成長力自体が低下してしまうのだ。

新興国側について言えば、「**中所得国の罅**」**問題**がある。下記の通り、21 世紀最初の 10 年で、BRICs 諸国の 1 人当たり GDP はかくも盛大に向上した<sup>1</sup>。これだけ急速に良くなったら、次の 10 年間で伸び悩むのは自然なことではないか。特に 5000 ドルから 1 万ドルが「胸突き八丁」と言われるだけに、中国の経済運営はこれからが難しくなるはずである。

○BRICs の 1 人当たり GDP

	2002 年	2011 年	比率
➤ 中国	1,132 ドル	5,417 ドル	4.8 倍
➤ インド	481 ドル	1,514 ドル	3.1 倍
➤ ブラジル	2,867 ドル	12,789 ドル	4.5 倍
➤ ロシア	2,380 ドル	12,993 ドル	5.5 倍

<sup>1</sup>少し古いですが、本誌 2013 年 2 月 22 日号「転機の新興国市場を考える」で使ったものを再掲。

## ●石油価格下落は需要に原因あり

石油価格の予想も、以前に比べると慎重な見方が増えている。

ちょうど1年前の昨年7月時点では、WTI原油先物価格は1バレル100ドル程度を維持していた。それが今ではほぼ半値の50ドルで落ち着いている。昨年後半の下落局面では、「いったん下がってもまた元に戻る」「生産コストからいって80ドル以下はあり得ない」といった専門家の強気論をよく聞いたものである。しかるに現時点では在庫が多過ぎ、「年末が60ドル台ならそれで十分」 くらいの弱気説が優勢になりつつある<sup>2</sup>。

同時に、以下のような新たなコンセンサスが生まれつつある。

### 1. 米国シェール開発は止まらない

- ✓ 一時は、石油価格が下がればシェール開発は止まるとの観測がもっぱらだったが、実際にはしぶとく生き残っている。つまりシェール開発には、水圧破砕法という技術や水の調達だけではなく、「柔軟な環境規制」や「リスクマネーの調達」といった支援要素も欠かせない。米国内にはそれらの条件が揃っているため、開発業者が困難な経営環境を乗り越えて、生産技術の革新を続けている。

### 2. 地政学的リスクに幻惑されていた

- ✓ 石炭や鉄鉱石など、他の資源価格のピークは2011年であり、それ以降は下落が続いていた。ところが石油に関しては、2011年は「アラブの春」があり、以降は「シリア情勢の悪化」「ISILの勢力拡大」など、中東情勢は一貫して不安を抱えてきた。そのために、石油価格だけは高止まりが続いていたが、2014年夏になってとうとう効果が剥落してしまった。

### 3. 供給よりも需要に主因がある

- ✓ 石油価格の予想をするときに、従来は「サウジアラビアの生産方針」や「イラン核開発の合意」（制裁解除によって、新たにイラン産石油が市場に出回る）など、供給側の事情を論じることが多かった。ただし人為的に制御可能な供給面よりも、制御不可能な需要面により本質的な問題がある。つまり下落の主因は中東（供給）よりも中国（需要）なのではないか。だから「OPEC総会」（6/5）は材料視されなかったし、「掘削リグの削減」もあまり意味をなさなくなっている。

こうして考えてみると、当面の世界経済は「3%台の経済成長、50ドル台の石油価格」という状態が続きそうである。この冴えない状況に、ギリシャや中国の問題が生じているわけである。

<sup>2</sup> 日本銀行では「年末に向けて石油価格は上昇し、物価安定目標は2016年度前半に達成される」と見ているようだが、果たしてどうだろうか。

## ●ギリシャ：欧州経済のオウンゴール

今回のギリシャ危機によって、統一通貨ユーロは発足から 10 年以上を経て、根本的な矛盾が表面化してきた。要するに政治的な理想論に走って、経済的な現実を軽視してきた、という欠陥である。

欧州はひとつ、という理想は大いに結構であるが、だったら欧州は財政もひとつにすべきであった。通貨だけを統合するというのは虫の好い「いい所どり」である。

およそ国家は、その経済力を越えた通貨を持つことはできないし、持つべきでもない。ギリシャの通貨がドラクマのままであったなら、金利は高く、将来は切り下げ観測が強くなるので、海外からの過大な借金はおのずと躊躇しただろう。それがユーロ圏の一員となったがために、低金利で安定通貨のユーロを使えるようになり、つい返す当てのない借金を作ってしまった。そして今ではギリシャ国民が苦しみ、「さらなる緊縮政策も辛いが、ユーロ離脱も悪夢」という究極の選択を迫られている。

今のギリシャ経済では、債務をめぐる EU との交渉が迷走したために、6 月 29 日に始まった銀行閉鎖が半月以上も続いてしまっている。金融規制とは本来、短期間で終了すべき政策である。こんなに長期化すると、あらゆる経済活動に障害が生じてしまう。銀行経営は弱体化するし、国民生活に欠かせない商品の輸入も滞ってしまうのではないか。

既に過去の緊縮政策により、ギリシャの GDP は 4 分の 1 も減り、失業率は 25% に達している。その一方で、プライマリーバランスは 5 年前の 240 億ユーロの赤字から 30 億ユーロの黒字に改善している。立派な努力と言うこともできるが、角を矯めて牛を殺すとはこのことではないだろうか。

ドイツが主張する緊縮政策は、なまじ自国の利益などではなく、ほとんど道徳的な信念から来ている。しかるに成長率がマイナスのままでは、いくら増税して支出を減らしても借金の返済は覚束ない。重要なのは経済成長と財政再建のバランスである。経済政策において「正義」や「道徳」を追求すると、得てして皆が不幸になる結果を招いてしまう。

欧州ではこの秋に、スペインやポルトガルが総選挙を予定している。ギリシャを甘やかすと、これらの国で「第 2 のチプラス首相」が出てきかねない。それゆえギリシャに対して厳しく当たらねばならない、という事情は理解できる。

とはいえ、現状ではギリシャ経済を「生かさぬように殺さぬように」しているとしか思えない。これならばむしろ、Grexit を早く決める方が全体のコストは小さくて済むのではないか。ギリシャ経済の規模は小さく、世界経済に与える影響は限定的であろうし、このままでは欧州経済やユーロへの信認を低下させるばかりである。

つまるところ、ギリシャ問題とは欧州経済のオウンゴールである。EU は延々と合議を続けるばかりで、いったい何を守りたいと思っているのかが分からない。その間に確実に域内の経済は疲弊していく。何とももったいない話ではないだろうか。

## ●中国：守るべきは個人投資家か、権力者か

中国については、経済の減速も株価の下落も、それ自体が大きな問題であるとは思えない。たぶん一部の人が期待しているような「中国経済の大崩壊」はあり得ない。

問題なのは、株価下落に対して政治が過剰反応していることである。中国の株式市場は、実体経済が減速しているのに株価だけが1年で倍になっているという、非常にわかりやすいバブルである。上げ過ぎた株価が調整するのは当然のことである。むしろ問題は、政府がなりふり構わぬ株価対策を乱発し、それが効果を上げていないという点にある。

今まで行われた対策の中には、以下のようなものが含まれている。

- 中国人民銀行により利下げと預金準備率の引き下げ
- 大手証券会社 21 社による 2.4 兆円規模の上場投資信託 (ETF) の購入
- 国有企業に自社株買いを要請する
- 大量保有株主による株式売却の半年間停止
- 「悪意ある空売り」を公安が捜査する

日本もかつて PKO などと称する株価防衛策をやったことがあるから、他国のことをとやかく言えた義理ではないのだが、この手の弥縫策がうまく行くことは滅多にない。むしろ政府は株価から超然と構えている方が、投資家心理にはプラスに働くこともある。ここまで手を尽くして効果が伴わないと、当局の信認を下げるばかりである。

なぜここまで躍起になっているのか。その答えは、4月21日に中国共産党機関紙、人民日報が掲げた下記の論説にあるのではないだろうか<sup>3</sup>。

- \* 現在の株価水準は強気相場の開始に過ぎない。中国は GDP10 兆元の国家で、安定した政治環境、着実な経済発展、明確な目標が整っている
- \* こうした経済の下では、優良株の評価は正常な水準に調整されるべき。これがバブルなら、そうでない資産は何だろうか
- \* 中国株を「中国夢」が具現化したもの捉えるなら、大きな投資機会が広がる。市場をカジノと見なすのであれば、実際のカジノと同様に危険なものだ

記事が書かれた時期の上海総合指数は 4000p を上回っていて、今よりも高かった。だとすると、いま起きているのは「官製の強気相場」の失敗ということになる。

なりふり構わぬ株価対策の連発は、おそらく個人投資家を救済すると言うよりは、中国共産党のメンツを守るためなのだろう。たぶん 4000p よりも上を底値としたいのであろうが、株価はそんなに都合よく操作できるものではない。

---

<sup>3</sup> 4月22日付ロイター「中国株の強気相場は『始まったばかり』、バブルではない＝人民日報」から

今週の The Economist 誌は、半ば呆れるような筆致でこの間の事情を伝えている（本号の P7-8 参照）。今や世界第 2 位の経済大国の株式市場が、こんなことで良いのだろうか。

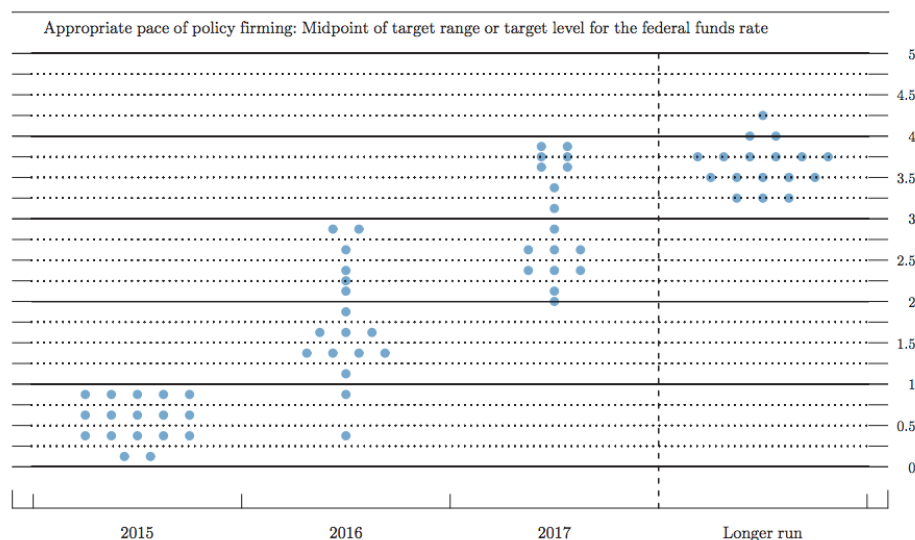
中国も欧州と同様に政治が経済を歪めてしまっているが、どちらも軌道修正が難しそうなどころがいかにも悩ましい。

## ●米国：やっぱり金利は上げられない？

こんな中で、今週はイエレン FRB 議長の議会証言が行われた。特に目新しい材料はなく、新聞見出し的には「**年内利上げを示唆**」となっていたが、世界経済が全体に低調で推移する中で、本当に利上げができるのかどうか、筆者は疑問を感じている。

以下に掲げるのは、FOMC メンバーによる FF 金利のドットチャートである。**2015 年分の意見が完全に割れている**点に注目願いたい。すなわち、「年内利上げはない=0~0.25%」というメンバーが 2 人、「1 回=0.25~0.5%」が 5 人、「2 回=0.5~0.75%」が 5 人、「3 回=0.75~1.0%」が 5 人である。つまり「中心値」がなく、**FOMC 内にコンセンサスは存在しない**。イエレン議長がどのドットに当たるのかは、もちろんわからない。

## ○6 月 FOMC におけるドットチャート



今までのところ 2015 年は米国経済だけは好調で、一足先に金融政策の出口に到達する、という観測が多かった。**実際のところは「データ次第」**（イエレン議長）であろう。そして欧州や中国の状態を考えると、今後も海外発の「悪いニュース」が続きそうである。

仮に年内の米国利上げがない、ということになると、ドル円レートも一時的に円高に振れる局面があるのではないだろうか。ギリシャや中国のみならず、FRB も年内の注目ポイントの一つであると言えるだろう。

<今週の The Economist 誌から>

”China embraces the market”

「中国が市場を抱きしめる」

Cover story

July 11<sup>th</sup> 2015

\* 中国株安の問題点は経済には非ず。習近平体制の動揺にあり、との見立てです。まことに同感で、せつかく始まった金融自由化が逆戻りしないかどうか心配です。

<抄訳>

この2年間、中国の経済改革に期待を与えてきたある文言がある。2013年の三中全会において、市場は資源配分において「決定的役割」を持つ、と定められたことだ。か細くはあるが、これで中国はビジネスや貿易、金融への支配を緩めるとの期待が広がった。

今回の中国株暴落で、その期待は裏切られた。7月7日までに2774社の上場企業の9割が取引停止となった。株価は1か月足らずで3分の1も下落し、インドの株式市場に等しい3.5兆ドルが吹き飛んだ。ただしこれは株価の終焉でもないし、中国経済の懸念を意味するものでもない。問題は、政府が下落を止めようと躍起になっていることだ。

市場の混乱は習近平と李克強ペアにとっての汚点である。政府の弥縫策は事態を悪化させるだけ。しかし党はそれと違う結論に至り、中国を更に不安定にしようとする恐れがある。

これで中国経済が崩壊するというのはありがちな勘違いで、その確率は低い。下がったと言ってもまだ今年3月の水準で、1年前より75%も高い。株式市場の役割は中国では今も小さい。時価総額はGDPの1/3程度だが、先進国では100%を超えている。家計のうち株への投資は15%に過ぎず、株高でも消費は伸びていない。ゆえに下落しても影響は小さいはず。借金して買う人が多いので、巻き戻しが起きると政府も止められない。だがシステムリスクには程遠く、借金は全資産の1.5%くらい。経済は堅調で、減速しているとはいえ安定軌道にある。不動産市況は上向きで、金利は低位安定。銀行の経営も堅調だ。

政府高官たちはよく分かっているのだが、2つのことを受け入れようとしない。市場とは本来不安定なものだし、中国の政治も当てにならないということだ。

去年の年央から6月までに、新興市場 ChiNext は3倍以上になった。その熱狂ぶりは市場メカニズム通り。規制当局はIPOを制限しようとし、どの企業がいつ、いくらで上場するかを決める。上場が決まった時点で資金は万全なので、投資家は安心して株を買い上げる。木材加工業がオンラインゲーム開発会社になったり、花火製造業がP2P金融になったりする。かくして ChiNext の PER は、147倍とドットコム時代のナスダックなみになった。

抑圧的な金融システムも、株式市場に資金を供給してバブルを膨張させる。銀行の規制金利が低いので、預金者の資金には行き場がない。高い利回りを目指して過去10年、資金は不動産へ、切手へ、緑豆へ、終いにはニンニクやお茶にまで向かった。海外市場へのアクセスや銀行金利の自由化を目指すべきだが、それらは足踏みしている。そして前回の2007年当時と全く同様な株式ブームが2015年に起きてしまった。

介入の意図は政治的なものだろう。株価の上昇局面では、習-李体制による経済改革を支持するものとして持て囃された。下がりはじめたら、規制当局は指導者の評判を守ろうとしている。動機も不純だが、介入はそれ自体が賢明なことではない。低インフレ時に金利を下げるのはともかく、信用売りを制限したり、年金に株を買わせたり、IPO を停止したり、証券会社に株を買わせたり、中央銀行にその資金を出させることは問題がある。

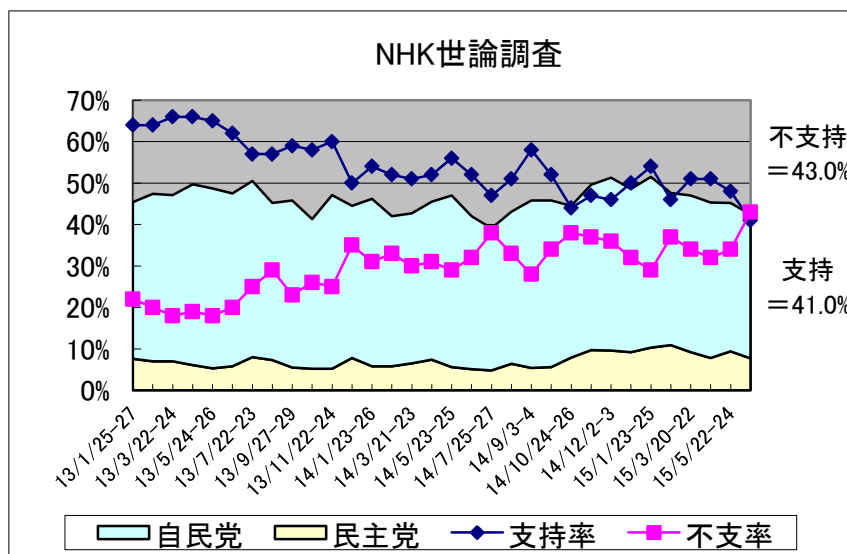
共産党は市場の力を信用しないばかりか、誤解もしている。株価防衛策の失敗は、政府のコントロール能力の喪失を示唆する。中国の統治における頑強な幻想は、官僚が支配できるというものだ。だが市場の混乱により、不都合な真実に直面せざるを得ない。

株価の下落は新しい話ではない。日米欧も以前は株を買ったり金利を下げたり、投資家を励ましたりした。中国の際だつ点は、過大評価された株価が修正された時にパニックになったことだ。相次ぐ対策は投資家を宥めるよりも、絶望の叫びが巻き起こった。

統制型から市場経済への旅は長く危険なものだ。中国は今まではうまくやってきた。だが金融市場は前途遼遠だ。中途半端な自由化は投資家のインセンティブを歪め、政治家に巨大な需要を与えてしまう。ここで手を緩め、後戻りしてはならない。それは最も危険な道となる。今週の真の教訓は、市場に決めさせなければならないということだ。

### <From the Editor> 新安保法制後の政局

今週月曜日に発表されたNHKの世論調査（7/10-12分）で、安倍内閣に対する支持と不支持が逆転しました（支持する41%、支持しない43%）。世論調査の世界においては、NHKは保守的な結果が出ることで知られています。それも当然で、家の固定電話に「こちらはNHKですが…」という電話がかかってきた瞬間に、叩き切ってしまうような人の意見は最初から結果に反映されないということでもあります。





ただし支持率の逆転現象はあったけれども、かろうじて4割台をキープしたという見方もできる。過去の自民党政権において、支持率が4割を割ってそこから回復してきたのは小泉純一郎首相だけ。このラインを下回ったら最後、安倍政権が再浮上することは難しいかもしれません。

今週は新安保法制が衆院で強行採決されました。これももちろん、内閣支持率にとってマイナスでありましょう。しかもそれだけでは済まずに、今後は以下のようなイベントが予定されています。いずれも政権支持率にとってマイナスなことばかり。

8月15日：戦後70年の安倍談話→どんな内容でも右と左の両方から反発がありそう

8月17日：4-6月期GDP速報値の発表→ひよっとするとマイナス成長かも？

8月下旬：九州電力の川内原発が再稼働→依然として反対意見が多い

実は、新安保法制は理解度が低くて支持率にはあんまり関係なくて、むしろ国民の関心事は「新国立競技場の建設」にあるのかもしれない。夕方の報道番組などでこのニュースが流れると、視聴率がグングン上がるのだとか。ちなみにNHK調査によれば、この問題について「納得できる」は13%、「納得できない」が81%です。

今後、7月31日にはクアラルンプルでIOC総会が予定されています。ここで2022年の冬季五輪は北京（中国）かアルトマイ（カザフスタン）かが決まります。新しく追加する競技も決まったりする。新国立競技場のザハ案をあきらめて予定を変更するとしたら、この日がタイムリミットということになるでしょう。

安倍首相としては颯爽とこの問題に介入し、新しい「新国立」案を示して人気回復、と考えているのではないのでしょうか。オリパラ組織委員会会長の森喜朗元首相が、またまた渋い顔で斬られ役を演じるかもしれません。まあ、その辺は秋のプーチン大統領の訪日時にでも、少しご機嫌をとればいいんですよ。

\* 次号は2015年7月31日（金）を予定しております。

編集者敬白

---

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com)