

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

特集：チャイナ・ショックの裏側	1p
<今週の The Economist 誌から>	
”The Sandernista revolution” 「サンダース革命進行中」	7p
<From the Editor> 2016 年米大統領選のイメージ	8p

\*\*\*\*\*

**特集：チャイナ・ショックの裏側**

1 か月近く本誌をお休みしてしまいましたが、この間に何とたくさんのサプライズがあったことか。しかも今週は全世界同時株安で、日経平均 1 万 7000 円台、1 ドル 110 円台、1 バレル 30 ドル台など、久しく見なかったような数値をたくさん体験しました。

どこに問題があるかと言えば、中国経済の不透明性と米国の利上げ観測の 2 点でありましょう。特に中国は、巨大なブラックボックスであることをあらためて思い知らされた。とはいえ、それは今に始まったことではない。8 月のサプライズを振り返るとともに、不透明な 9 月を読み解いてみたいと思います。

**●さまざまな 8 月のサプライズ**

あらためて振り返ってみると、今年の夏は驚くような話が多かった。少々、無理をして語呂合わせをしてみると以下のようなラインナップができる。

**○Surprises in August**

- A : Abe (意外に妥協した? 安倍談話、体調不良説)
- B : Bomb (天津、山東、バンコク、相模原、川崎などで相次ぐ爆発)
- C : China (人民元切り下げ、景気指標悪化、上海株価下落)
- D : Donald (米共和党予備選における「トランプ現象」)
- E : Economy (経済減速、世界同時株安)
- F : Fuel (石油価格 40 ドル割れ)
- G : Greece (チプラス首相の辞任、ギリシャ総選挙)

この中でも、もっとも不気味なのが「B=爆発」であろう。8月12日の深夜に発生した天津の爆発は、既に2週間以上が経過しているのに、未だに被害の全容が明らかではなく、原因もわかっていない。李克強首相が現地に入ったのが4日後だった、と聞くと相当な混乱があったことが窺える。世界第4位の貨物取扱量を誇る港湾であるだけに、サプライチェーン問題など経済への影響も懸念される。さらに偶然の一致だろうが、同じ時期にバンコクで爆弾テロがあり、相模原の米軍基地でも爆発事故が起きている。

「D=トランプ現象」も興味深いところである。米共和党予備選挙において、当初は泡沫候補と見られてきた不動産王、ドナルド・トランプ候補の人氣が止まらない。普通の候補者であれば一発で退場になりそうな暴言や失言を繰り返しつつ、なおも一番人氣を続けている。失言しない大統領の治世が6年半も続くと、「ホンネで語る正直な政治家」の値打ちが上昇するのであろうか。ただしトランプ候補の持論は、移民問題などで共和党内の政策論議を危険な方向に導きそうである。いずれ、本誌としてもじっくり取り上げてみたいテーマである。

「A=安倍談話」は予想外に中道寄りの内容で、世論調査の評価も高いようである。この安倍談話の一番のお値打ち点は、これが閣議決定されたことで、日本国首相の歴史認識は村山談話（1995年）と安倍談話（2015年）の間にある、と定まったことだと思う。それは国民的なコンセンサスが取れる範囲であるし、国際的に見てもほぼ許容範囲であろう。逆に言えば、このストライクゾーンを外れた歴史認識は無視しても良いことになる。

結果として、わが国政府の歴史認識の安定性が高まったと言えよう。向こう10年くらいは、右の側からこの問題で現状に挑戦する人は現われなくなる。つまりはリビジョニズム（歴史修正主義）を気にしなくてよくなる。これは保守政治家である安倍首相でなければできない荒業で、右の勢力は内心いろいろ含むところがあっても、批判を呑み込んでくれるわけである。

これとは全く逆のケースが、1994年に村山富市氏が首相に就任した直後に、「自衛隊は合憲」「日米同盟を堅持する」と宣言したことであろう。その後、日本社会党やそれよりも左の勢力は、「自衛隊違憲論」を下ろさざるを得なくなった。お陰で日本の安全保障政策は安定性を勝ち得たわけで、これも「左の首相」ならではの功績であったと言えよう（村山首相自身には、おそらくそんな自覚はなかつただろう）。

こうして考えてみると、思想的に偏りのある首相が誕生することは、かならずしも悪いことばかりではない。結果的に「政策のストライクゾーン」が形成されることは、政権交代の良い面のひとつであるかもしれない。

## ●「チャイナ・ショック」の理由

さて、本題は今週の世界同時株安である。

本稿執筆時点の 8 月 28 日現在では、世界の株式市場は落ち着きを取り戻しているようだが、8 月 24 日には NY 株価が 1 日に 1000 ドルという史上最大の下げを演じている。日経平均も今週は久々に 1 万 7000 円台、ドル円レートも 110 円台をつけ、石油価格に至っては 30 ドル台を体験した。

こういった世界的な暴落の際には、しばしば「戒名」がつけられる。すなわち「リーマンショック」とか「スターリン暴落」といった通り名のことである。昨年 10 月の株価下落時には、「戒名が見当たらないから下げが止まらない」などと言われていた。今回の戒名として、新華社が「(中国版)ブラックマンデー」と名付けたそうだが、筆者は「チャイナ・ショック」と呼ぶ方が適切だと思う。今回の混乱は明らかに中国発であるからだ。

では、どこに問題があったのか。

- ① <経済> 景気減速が予想以上に深刻で、経済統計への疑念も生じつつあること——GDP 統計を信じていいのか、というのも古くて新しいテーマ。中国は 2013 年まで地方政府幹部の評価点として GDP 成長率を使っていたが、14 年以降は取り扱いを止めた。それ以降、各省ごとの成長率目標値は「未達」のところが増えている。
- ② <政策> 6 月以来の株価対策の連発や、8 月の人民元切り下げによって、「中国の指導部は本当に状況を理解しているのか？」という疑念を呼んでいること——逆に言えば、今までは経済運営のトラックレコードが非常に良かったので、気にする必要がなかった。
- ③ <不透明性> 天津の爆発事故から 2 週間以上が経過しているのに、未だに真相は藪の中で、情報統制が行われていること——ひょっとすると権力闘争が忙しくて、経済政策どころではなくなっているのかも？

実を言えば、今までもずっと中国経済はブラックボックスであった。それでも長年におたって高度成長が続いている間は、透明性が低いことをあまり気にしなくてもよかった。要するに「結果オーライ」だったのだ。

それがいよいよ怪しくなってきた、急に不安心理が広がったということではないだろうか。端的に言えば、中国経済が変わったのではなく、海外の経営者や投資家の態度が変わった。世界の金融市場は、1 週間かけてようやく落ち着きを取り戻しつつあるが、「7%成長を達成できないかもしれない中国」（本当はもっと低い成長率であるかもしれない）という新しい現実、これからは嫌でも慣れなければならないのであろう。

## ●人民元切り下げがもたらす不安

海外投資家の対中観を大きく変えたのは、6 月以降の株価対策、今月の人民元切り下げという 2 つの経済政策であろう。

前者については本誌 7 月 17 日号でも触れた通りで、明らかにバブルに見える上海株価に対し、政府がなりふり構わぬ株価対策を乱発し、なおかつ効果を上げていない。利下げや公的資金による株の買い上げはともかく、空売りの禁止や特定企業の取引停止など、市場メカニズムを歪める手法を使ったことは、後々尾を引きそうだ。2013 年秋の三中全会で打ち出された「市場重視」の考え方が、否定されたように見えるのは残念である。

もうひとつが人民元の切り下げである。8 月 11 日朝、中国人民銀行は毎朝発表する取引の「基準値」を 2%弱切り下げた。そしてホームページ上で、今後は基準値の算定を市場の終値を参考にする方法に切り替えたと発表した。より市場本位の為替レートに向けた改革、という説明である。ところがこの発表は、為替取引が行われている平日の昼間に行われたから市場はたちまち混乱に陥った。お世辞にも手際が良かったとは言えないだろう。

今からちょうど 10 年前、中国は人民元レートを 2%強切り上げている。2005 年 7 月 21 日にそれが実施された時は、筆者も心底驚いたものだ。切り上げがあるという観測はかなり前からあったものの、ほとんど無警戒なタイミングで実施されている。「さすがは中国、お見事でした」という印象があった。

2005 年夏の際は、人民元の対ドルレートを約 2%上げるとともに、対ドルペッグ制を廃止して、「通貨バスケットを参考にした管理フロート制」に移行した。つまり自由化に向けて、一歩前進したという触れ込みであった。ただし実際には、市場メカニズムというよりは、人為的なさじ加減によってレートを動かしていたようである。

それに比べると、今年の夏は「切り下げ」である。ベクトルは正反対だが、投資家心理の裏をかき、市場を「あつ」と言わせたところまでは同じ。しかし今回の印象を率直に言わせてもらえば、「中国はそこまで追い込まれていたのか」（必死だな）である。

中国人民銀行は、3 日連続で基準値を約 4.5%切り下げ一方、実勢レートが下がり過ぎると今度は一転して買い支えに入り、大幅な切り下げを行うつもりがないことを示した。これで元安誘導は一段落したわけだが、かえって介入が強まったという印象が残る。

中国は膨大な貿易黒字を抱えているのに、なぜ通貨を切り下げるのか。もっとも簡単にわかりやすい説明は、それくらい景気減速が深刻だというものであろう。実際、7 月の景気指標はかなり悪かった。

人民元の切り下げは、「国際通貨を目指す上での下準備」だという解説もされている。しかしこれは、いささか買いかぶりのように思える。今年は IMF が SDR (特別引き出し権) 構成通貨の比率を見直す予定があり、中国政府は人民元の採用を働きかけてきた。が、見直しは延期されたし、仮に入ったところで積極的な意義は見出し難い。元日銀理事・国際局長の堀井昭成氏の指摘によれば、「SDR はエスペラント語のようなもの。実体はないに等しい」のである。

これでは「景気の先行き次第では、2 度目の切り下げがあるのではないか」との疑念は払拭しがたい。すでに東南アジアでは「通貨の切り下げ競争」が始まりかけており、対外的な影響も小さくないと見なければならぬ。

## ●利上げを控えた FOMC の逡巡

ただし一連の騒ぎの背景には、米国の利上げという大イベントが控えていることも間違いないところである。

2013年5月には、当時のバーナンキ議長が「テーパリング」という言葉で量的緩和政策の縮小を示唆しただけで、世界的な暴落が生じたものである。そして2014年10月には、いよいよ米連銀による資産買い入れが終わることを嫌気して、やはり調整が起きている。このときは、QE3終了直後の10月31日に日銀が追加緩和を決めて、一気に流れが変わって全世界の株価が「爆上げ」となっている。

そしてエコノミストの間では、ほんの少し前まで「次回、9月16-17日のFOMCで利上げ」という見方が支配的であった。だとしたら、今の時期の金融市場が神経質になるのは不思議なことではない。中国の問題はその引き金を引いただけ、という見方もできる。

今の状態では、9月はおろか、年内の利上げも難しくなった感がある。筆者はもともと「9月説」には懐疑的であった<sup>1</sup>。今の米国の状況は、2000年夏に日銀がゼロ金利解除を決めたときとよく似ている。利上げはそう簡単なことではないし、なるべく急がない方が良く考えている。

今回の全世界同時株安は、「利上げを急ぐな」という市場のサインのようなものであろう。FOMCは前言のことはあまり気にせず、年内は様子見に徹するくらいの慎重姿勢が望まれる。サマーズ元財務長官などは、「量的緩和の再開を」とまで述べている。現実味は乏しいかもしれないが、勇気ある発言だと思う。

さらに言えば、来月は9月16-17日のFOMCの直前、14-15日に日銀が金融政策決定会合を予定している。去年の経験から言って、日銀に追加緩和を求める声が出るだろう。とはいえ、具体的にどうやって緩和するかが難しい。さらに去年は予想外であったからこそ、追加緩和があればだけの効果を発揮し得た。市場から「催促されて」撃つバズーカ砲は、水鉄砲程度の威力しか持ちえないのが落ちであろう。黒田総裁は、そういうことはしない人であると思う。

## ●米中関係を通して中国経済を視る

今週の世界同時株安は、おそらく「中国経済の不透明性」と「米国利上げへの不安」という2つの要素が重なり合ってもたらされたものなのであろう。

利上げは先送りできるとして、不透明な中国経済をどう見て行けばいいのか。そこで来月、手掛かりを提供してくれそうなのが米中首脳会談である。

---

<sup>1</sup> 本誌7月17日号「世界経済の難問～ギリシャ、中国、FRB」P6を参照。

日程はまだ公表されていないが、来月後半、習近平国家主席は国賓待遇で訪米し、国連総会でも演説する予定である。

## ○9月の主要政治日程

9月3日(木)	<b>抗日戦争勝利70周年記念式典</b>
9月4日(金)	米雇用統計
9月7日(月)	レイバーデー明けで米議会が再開
9月8日(火)	<b>自民党総裁選公示</b> →候補者が出れば20日に投開票(この間は国会空転の公算大) →候補者が出なければ、両院議員総会を開いて総裁任期延長を決定へ
9月11日(金)	新安保法制、参院委員会で可決? →大規模な官邸デモの可能性も
9月14日(月)	新安保法制成立? (最悪、この日から「60日ルール」で衆院再可決も可能に)
9月14-15日	<b>日銀・金融政策決定会合</b>
9月15日～	国連総会始まる
9月16日-17日	<b>米FOMC</b>
9月19日-23日	シルバーウィークで5連休
9月下旬	<b>習近平国家主席が訪米。米中首脳会談</b>
9月下旬	安倍首相訪米、国連総会演説、日米首脳会談?
9月27日(日)	<b>通常国会会期末</b>
9月末	自民党役員人事、内閣改造(小幅か?)
10月末	臨時国会召集

もともと中国にとっての人民元は、経済、金融の問題であるのはもとより、対米関係における懸案事項でもある。切り上げを行った10年前も、9月には胡錦濤国家主席の訪米を控えていて、為替レートは米中間の主要問題の一つとなっていた。今回の人民元切り下げも、9月の習近平訪米に向けて「大事の前の小事」だったのかもしれない。

これまで人民元切り上げを要求していた米国議会は、現在は夏期休会中。オバマ大統領は、これまでは人民元レートの上昇を改革の表れとして評価してきた。今回の切り下げは「寝耳に水」であっただろうから、ともに中国に向かって言いたいことはたくさんあるだろう。現在はライス補佐官が訪中して事前協議に当たっており、水面下では既に米中間の神経戦が始まっている模様である。

米国は9月3日の抗日戦争勝利70周年記念式典では、ボークス中国大使の出席を決めた。西側諸国からの出席者が少ない中で、最低限の礼儀を尽くした形である。これも米中首脳会談に配慮してのことだろうが、逆に言うと会談が終わった後は遠慮する理由がなくなるとも言える。6月のS&ED(米中戦略・経済対話)でも問題になった「南シナ海埋め立て」や「サイバー攻撃」が蒸し返されるかもしれない。

いずれにせよ、オバマ大統領と習近平国家主席の首脳会談は、米中関係の「山場」を提供するだろう。来月はそこから中国経済に関するヒントを読み取りたいところである。

<今週の The Economist 誌から>

”The Sandernista revolution”

「サンダース革命進行中」

Lexington

August 22<sup>nd</sup> 2015

\* 共和党におけるドナルド・トランプ旋風の陰に隠れていますが、民主党のバーニー・サンダース旋風も結構すごいです。The Economist 誌はこれをどう分析しているのか。

<抄訳>

2008 年は”Hope”でオバマが大統領になった。今の有権者にはもっと殺伐とした名詞”Fight”が必要だ。だからこそ、喧嘩腰の泡沫候補たるサンダース上院議員（バーモント州選出）を民主党大統領候補にすべく 2.8 万人が集うのだ。この夏、世論調査の支持率はクリントン候補に接近し、ニューハンプシャー州においては逆転している調査もある。

サンダースの演説は米国の病巣を糺す 90 分間のお説教だ。白髪を振り乱す 73 歳は、ウォール街の貪欲さや億万長者の寄付による政治の劣化、低過ぎる最低賃金を槍玉に挙げる。「政治革命」が必要だと訴えるが、もちろん大真面目だ。カナダ式の公的医療制度、公立大学の授業料無料化、1 兆ドル単位のインフラ投資による雇用創造を提案している。

8 年前、「希望と変化」に投票した支持者たちは裏切られてきた。サンダースは反主流派と戦闘モードを呼びかける。1991 年初当選のベテランなのに、気分はアウトサイダーで自称「民主社会主義者」の無所属議員。小さな市長の経験はあるが、外交経験はほとんどなし。FDR に倣い、「億万長者階級が私を嫌うなら、それを歓迎する」とぶち上げる。

確かに彼の政策は過激だが、非伝統的な候補者は力を得ている。共和党でも不動産王、ドナルド・トランプが先頭を走っているのではないか。左右の反乱の原因は不満である。二人は似た者同士だが、トランプ支持者は「国境に壁を築けば雇用危機は終わる」式の魔法待望論者で、サンダース支持者は「なぜこんな国になってしまったか」を熟慮する。

アイオワ州の選挙本部では、サンダースは弱者を統合する「集団的」ポピュリストと称えられている。逆にトランプは、貧しい者はライバルを叩けと言うだけだ。彼らの夢は投票しない 1/3 の有権者を啓発すること。そして若者や労働者が勇気づけられることだ。

ただし新左派には古い問題がつかまとう。貧者が自己の利益に反する投票行動を行ってきたことが問題で、それは億万長者とメディアのせいだ。大事なのは「労働者階級の共和党員が、金持ち優遇は損だと分からせること」だとサンダースは言う。だからこそ、彼の支持者は圧倒的に白人で、高等教育を受けていて、政治参加も多い人たちばかりである。

それでは旧態依然ではないか。一部の黒人グループは、サンダースは人種問題よりも経済格差のことばかり言う、と批判する。「白人至上主義リベラル」であるとも言う。

ただし支持者の多くは意外に現実的で、勝ち目がないことは知っている。ヒラリーを直接攻撃しないことも黙認する。彼女が草の根支持を持たないからこそ、サンダース応援団ができるのだ。2016 年のヒラリーは、彼らのためにもっと戦闘的になる必要があるだろう。

## <From the Editor> 2016年米大統領選のイメージ

そろそろ一度、この話題について触れておきましょう。オバマ政権も既に6年半を経て、だんだん「4で割り切れる年の11月の第1月曜日の次の火曜日」（2016年11月8日）が気になってきましたから。

米大統領選挙は長いレースですから、今から「××が勝つ！間違いない」などと言っている人がいたら、詐欺師か愚か者と即断して間違いありません。競馬の予想紙と同じで、現時点でできるのは、せいぜい本命、対抗、穴馬と印をつけることくらい。強いて言えば、レース全体のイメージ作りが大切かと思います。

現時点で、ドナルド・トランプ氏が共和党の先頭ランナーになっているのは確かに面白い。でも、それは第1コーナーで先行馬が大きく他を引き離しているのと同じで、このまま先頭でゴールする（＝第45代合衆国大統領に就任する）とは考えにくい。むしろ「トランプ現象はどんな民意を反映しているか」を読み解くところが大切で、それを上手に作戦に取り入れることができる候補者が、勝利に一步近づくわけでありませう。

トランプ人気がどれくらい続くか、あるいは第3政党を組織して1992年のようなロス・ペロー現象が再現するか、というのも2016年選挙の注目点の一つです。オタクお仲間の安井明彦さん（みずほ総研）によれば、「大富豪だけど、意外と政治には身銭を切らないタイプ」との見方も有力かと存じます。確かに過去に4回も破産してますからねえ。

今のタイミングで多少、人目を引くような予想をすればしたら、こんな風に言ってみたいと思います。「ヒラリーは来ないと思うよ」。今回のレースにおけるクリントン候補は「危険な本命馬」。人気はあるけど、死角がある。よって馬券としては「消し」。だったら代わりに何が来るんだ？という答えは急がないようにしたいと思いますよ。

2016年選挙は、アメリカが過去と訣別するような選挙になる、と想像してみたい。2008年にバラク・オバマを選んだ時点で、アメリカ有権者はそうしたつもりだった。ところがそうはならなかった。だから右も左も政治に対して頭に血が上りかけている。そこで共和党ではドナルド・トランプ、民主党ではバーニー・サンダースという反主流派候補に人気が集まる。この二人は意外と似た者同士だったりもする。

だとしても、今回は「ダイナスティ」候補者は消し。つまりジェブ・ブッシュも消し。スコット・ウォーカーかマルコ・ルビオが共和党候補者となって、討論会で「あなたの時代はもう終わった！」と言え、ヒラリー・クリントンに勝ち目はなくなる、という選挙をイメージしておるわけです。

「じゃあ、女性初の大統領は？」と言うと、これも考えものでありまして、「女性初」の値打ちはここ数年でずいぶん下がった。今のアメリカでは、FRBもIMFもGMもペプシコもデュポンもクラフトフーズも、トップは女性になっている。「あれ？女性の大統領ってまだいませんでしたっけ？」というくらい、民間部門が変わってしまったのです。



もっともそれは、「ガラスの天井」と戦い続けてきたこれまでのヒラリーさんの功績による部分も大きいわけではありますが…。

これからちよつとずつ、本誌でも「2016年米大統領選」を取り上げたいと思っています。

\* 次号は平常通り 2015年9月11日（金）にお送りします。

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)