

米中覇権争いというニューノーマル、 日本株にチャンスが

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

米中貿易戦争勃発から一年半経過、米中覇権争いというニューノーマル（新しい現実）が見えてきた。そのもとでの経済と市場を考える。

■ 1. 米中覇権争い勃発

2018年3月8日、トランプ大統領は中国に対米貿易黒字削減計画の提出を求めた、とツイートし、米中貿易戦争が勃発した。それに先立つ2月25日中国共産党中央委員会は、2期10年という国家主席の任期制廃止を決定した。The Economist誌は3月3日号「いかに西側は中国を見誤ったか」という特集で、「中国は先週（2月25日）独裁制から専制制へと転換した。西側の幻想は粉碎され、習氏は政治経済体制を、抑圧、国家統制、対立の方向へと舵を切った。」と主張した。

2018年10月4日ペンス副大統領はハドソン研究所におけるスピーチで、それまでの貿易や経済に限定した批判の枠を超え、政治、軍事、情報、技術、あらゆる面での中国の不正さを非難した。WSJ紙は「ペンス副大統領は第二冷戦の開始を宣言した」という論説（ウォルター・ラッセル・ミード氏）を掲載し、全面的な中国封じ込め政策にアメリカが転換したことの宣言であると論評した。「いよいよアメリカと中国は根底から戦いの時代に入った。経済や市場関係者は、トランプ政権のこの転換を軽視している、国家安全保障が経

済に優先する時代に入っていることを過小評価している」。

この日を境に史上最高値にあった米国株式は急落、2018年クリスマスには20%とリーマンショック以降最大の暴落になった。しかし、その後トランプ政権の相次ぐ関税引き上げなどの制裁措置発動措置が具体化し、対抗は激しさを増しているにもかかわらず、市場は落ち着きを取り戻している。25%関税が実施されても、NY株価は史上最高値近辺を維持し、2020年リセッションの影もないのである。ここ一年の経験から相当ペナルティのレベルを上げても米国経済と株価への影響は軽微との観測が成り立つ。

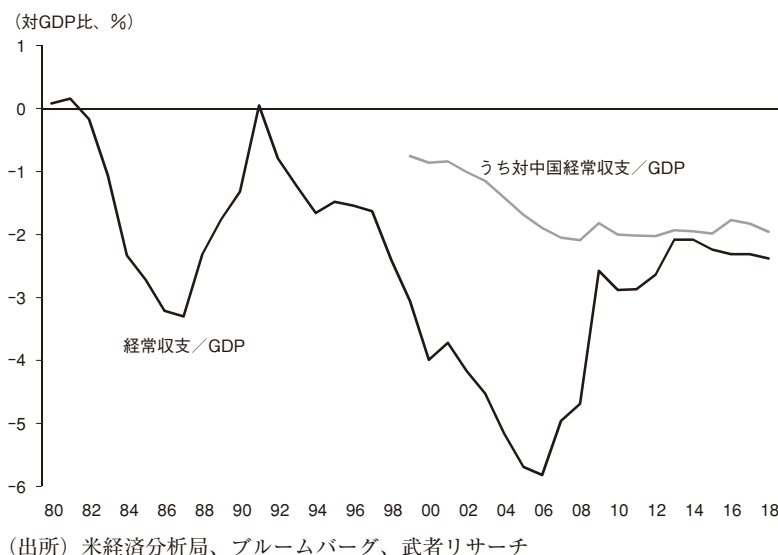
■ 2. 米中覇権争いというニューノーマル

米中の覇権争い、そのもとでの貿易戦争、一時休戦、再戦争、再休止という繰り返しが延々と続くだろう。これは言わば新常态と考えるべきであろう。第一に事の本質は覇権争いであり5～10年、あるいはそれ以上続くこと、第二に米中ともに深く経済的に相互依存しており、直ちには関係を断ち切れないこと、第三に米中とも政治的にリセッションを許容できず、それを回避する手段はあること、等がその理由である。そのニューノーマルは必ずしも不確実、不透明なものではない。そのもとで貿易、投資を含む経済活動が営まれ、景気変動も起きる。つまり景気回復が起きる。米国のゴールは、不公正貿易による中国へのミルク補給を止めることと中国のハイテク覇権の阻止。それを米国がダメージを受けることなくなるべく早く実現したい。他方中国はそれをなるべく遅らせ（現状を維持し）時間を稼ぎたい。この環境下、中国に集中しているグローバル・サプライチェーンの再構築が進む。中国で生産している企業、中国に供給を頼っている企業は他国への移転をより加速させるだろう。中国では貿易で起きるマイナスを国内需要の振興でカバーする努力が続く。

主導権は米国サイドに、波状的制裁攻撃

この交渉の主導権は米国側にある。事の起こりが米国の国益に反する米中貿易秩序を変更しようという米国サイドからの一方的現状変更の要求だからである。2001年中国のWTOへの加盟が米国の支持のもとに認められ、国際貿易市場への参画が可能になった。それ以降様々な不公正貿易慣行が展開され、長足の競争力強化がなされた。そればかりか、中国は米国から巨額の所得移転を受けている。米国の対外貿易赤字（財）の50%、4,200億ドル（2018年）は対中であり、米国のGDPに対するその比率は2018年で2%。この米

(図表 1) 米国の経常収支対GDP比 (うち対中国) 推移



国からの巨額の対外所得が中国成長の最大のエネルギー源となってきた。2018年7月から実施されている4段階にわたる対中輸入関税の引き上げはここに照準が定められている。すなわち(1)米企業への技術移転の強要(2)知的財産権の保護(3)非関税障壁(4)サイバー攻撃(5)サービスと農業の市場開放、の是正である。これを中国が認めないことから、関税の対象範囲の拡大と、税率の引き上げが今のところ際限なく行われている。

制裁圧力を強め続けるトランプ政権

10月11日米中閣僚級協議においてトランプ政権は中国農産物輸入(米国側は400~500億ドルと発表)と引き換えに、上乗せ関税を棚上げした。(第1~3弾2,500億ドル分の対中輸入に対して25%かけていた関税を10月から30%に引き上げるとしていたものを棚上げ)。しかし中国の譲歩が不十分なら1~3弾分の上乗せ関税の復活、第4弾(2,700億ドルに対して15%課税)で未実施分1,600億ドルに対する課税実施、など脅迫の手立てが残されている。結局中国は折り合わざるを得ず、11月16、17日に予定されているチリのAPECでのトランプ・習会談で正式署名という、一時休戦を余儀なくされよう。中国の出方次第では、関税率の引き上げというペナルティを続々打ち出すことができ、その上限は無限である。中国が譲歩しないとして制裁関税を100%、200%と引き上げれば、米中貿易は激減し、以下詳述するように中国経済は直ちに破綻するだろう。米国経済も供給不足と関税により

大幅な財のインフレ（但しこれは一時的なもの）が起きるがそれは限定的である。

とうとう人権、安全保障までを制裁の根拠に、中国追い込まれる

加えてトランプ政権はファーウェイ制裁に続き、ハイクビジョンなど8社に対して、新疆ウイグル自治区における人権侵害を根拠とした米国企業との取引禁止を軸とする制裁を発表したが、この威圧は大きい。企業制裁に人権や安全保障を絡めるとなると、米国は自由に特定の中国企業を標的として大打撃を与えうる可能性が出てくる。この米国からの制裁の波状攻撃をいったん止めないと、中国経済は大変なことになる。選挙前の手柄が欲しいトランプよりも、中国側に譲歩に対する切迫感があることは明らかではないか。これまで、中国の対米貿易は農産物輸入が激減する一方、輸出は関税引き上げ前の駆け込みがあり、貿易黒字は増加していたが、それは一時的、いずれ中国の対米輸出急減が見えてくる、中国は態度軟化を余儀なくされるだろう。

トランプ政権としても、ペナルティは米国経済と市場が大打撃を受けない範囲と予想される。しかし総合的に見て、米中貿易戦争というニューノーマルの下で、米国経済の耐久力は強まっていくが、中国の耐久力は失われていく、と思われる。

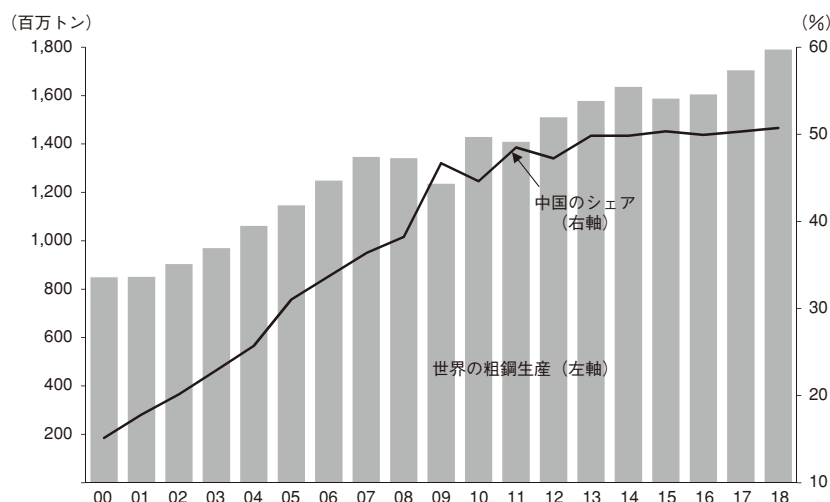
■ 3. 米国の意を決した中国経済封じ込め、なぜ

それにしても、なぜ米国はここまで徹底した中国封じ込めに転じたのであろうか。それは中国の台頭が危機的水準に達したからに外ならない。第一に今や中国は米国をはるかに上回る世界最大の巨大市場となり、そのバーゲニングパワーを使って米国覇権を脅かし始めている。今や世界経済変動は中国が決めるという状態になっている。第二に決定的に重要なハイテクにおける技術覇権を奪取するところまで来ている。米国にとってもはや猶予はならないのである。

米国をはるかにしのぐ巨大市場、巨大供給力

今日、主要産業分野において中国が世界最大の市場であり、供給者でもある。中国国内市場の巨大さを示すエピソードには限りがない。まず投資関連では、世界セメント生産に占める中国シェアは6割。その殆んどを国内で消費している。また中国の粗鋼生産は2018年には9.3億トンとなり世界生産（17.9億トン）に対するシェアは52%に達した。工作機械、建設機械、高速鉄道システム・鉄道車両でも中国市場は世界最大。この巨大な内需をベー

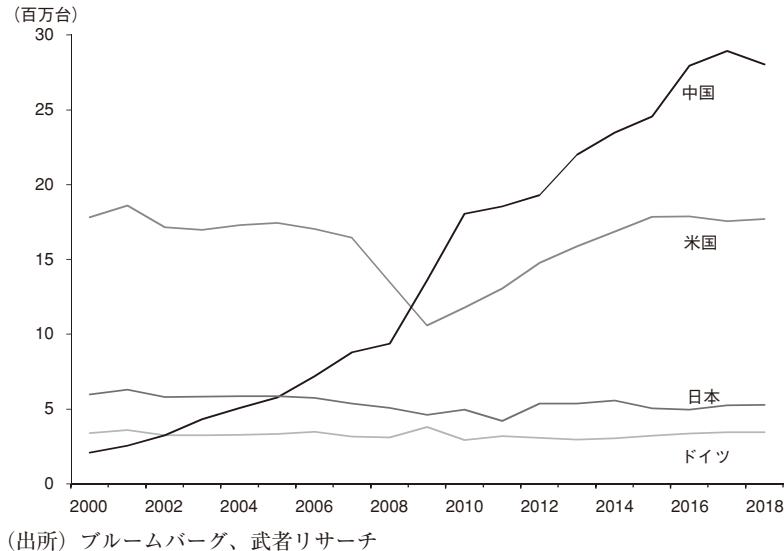
(図表 2) 世界粗鋼生産と中国シェア推移



(出所) 世界鉄鋼協会、武者リサーチ

スとした規模のメリットと補助金による圧倒的価格競争力により海外市場でもシェアを拡大している。また、2015年頃より、それまでの投資主導経済から消費主導への転換が進展、国内所得の増加と生活水準向上により膨大な消費市場が形成された。2018年の自動車販売台数は中国2,808万台、米国1,770万台、日本527万台、インド440万台、ドイツ382万台、世界計9,484万台と、圧倒的。スマートフォン、テレビ、パソコンでも世界最大の市場である。消費の伸びにより経済のサービス化も進展、第三次産業の伸びはここ数年8%と第一次産業、第二次産業の伸びを上回り、GDP成長率に対する第三次産業の寄与度はほぼ7割、GDPに占める比率シェアも2010年の44%から2017年には52%に達している。ハイテク分野でも、圧倒的先行投資と産業補助金で一気に世界最大のスケールを築き上げ、世界貿易市場を席卷する分野が続々と表れている。太陽光電池、監視カメラ、ドローン、自動車用バッテリー、5G基地局においては中国企業が世界市場において圧倒的シェアを確立している。海外企業を締め出して巨大な国内市場を独占し規模を確立したアリババ、テンセント、バイドゥなどインターネットビジネスや電子決済取引などでは、米国のGAFAとともに世界市場を制覇する存在になっている。ただ今のところ半導体だけは例外、依然9割を海外依存、内ほぼ5割が米国系企業からの購入である。また日本が提供する高品質・高技術のサプライ（部品や素材）、装置は対外依存である。

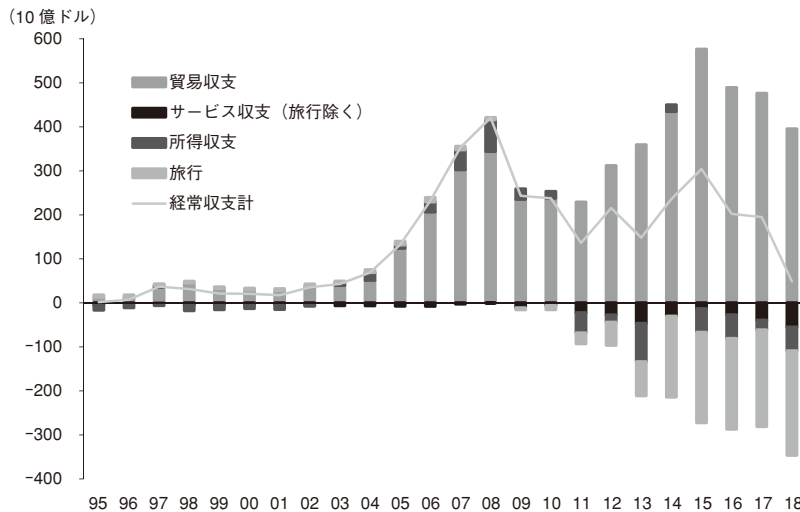
(図表 3) 米中日独の自動車販売台数推移



最先端ハイテク 5Gでも米国に先行

長足の技術発展により中国はハイテクの覇者の地位を窺えるところまできた。新世代技術の要 5G通信ではファーウェイを筆頭に、中国が技術開発と価格競争で大きく先行している。スマートフォンでも世界市場で中国勢がトップとなっている。後述のように米国は安全保障上の理由からファーウェイ絶対排除の姿勢を固め、各国に呼び掛けているが、日本、オーストラリアが呼応したのみ、ドイツ、フランス、イギリスまでも、ファーウェイ採用に傾いている。スパコンでも中国の飛躍が目覚ましい。分野ターゲティング、産業補助金、金融支援、官民学軍の技術連携、など政府主導で資源を集中投下させるやり方に対しては、米日欧の民主主義国は到底太刀打ちできない。政府のプランによる資源集中投入が、Winner takes all勝者総取りをもたらし中国が世界市場を制覇した実例は、すでに太陽電池、ドローン、EVバッテリー、などで証明済み。ロボットAIで、それをさらに大規模に展開する意図がある。ハイテク優位は経済のみならず軍事技術に転化され軍事覇権も確立できる。ハイテク最先端で中国が米国を引き離し始め、それが米国覇権を揺るがしている以上、トランプ政権に止まらず米国が一丸となって、中国排除にシフトするのは自然の成り行きであろう。

(図表 4) 中国經常収支 (内訳) 推移



(出所) 中国国家外貨管理局、武者リサーチ

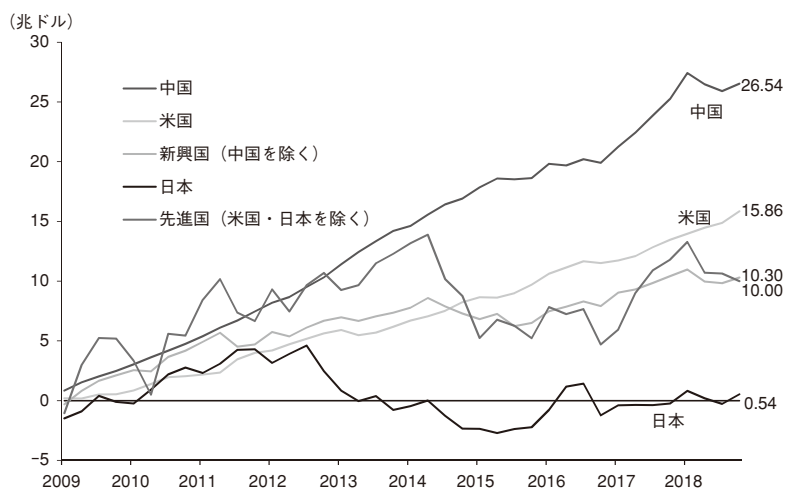
4. 桎梏顕在化、譲歩するしかない中国

この米国トランプ政権の強烈なプレッシャーに対して、中国は譲歩するしかない、と考えられる。それは、①米中貿易において中国は圧倒的受益者の立場、かつエネルギー源でありそれを遮断する選択肢はない、②中国经济にアキレス腱が存在し、それは時間をかけて治癒するしかない、の2点からである。

巨額の対米黒字の恩恵、捨てられない

まず①について。今主要国の金融の安定性を最終的に担保するものは經常収支であろう(基軸通貨国米国を除き)。この經常収支黒字の大幅な増加が、現代中国繁栄の引き金になった。対米貿易黒字を中心に、中国の經常黒字は2008年4,201億ドル、対GDP比10%弱という高水準に達した。この黒字の累積が外貨準備高を急増させ、その外貨を裏付けとした通貨発行が、2010年頃までの中国の投資の原資であり、健全と言えた。中国の外貨準備高の対GDP比率は1990年代0%、2000年13%、2010年49%と急上昇し、野放図とも思える高投資の源泉となった。しかし經常黒字は、貿易黒字の減少と旅行収支赤字の大幅拡大によって、激減している。2018年は492億ドル、ピーク比9割減である。この中国の經常収

(図表 5) 主要国非金融部門の債務増加額 (2008年以降) 市岡繁男氏作成



(注) 数値は2018年第4四半期末値

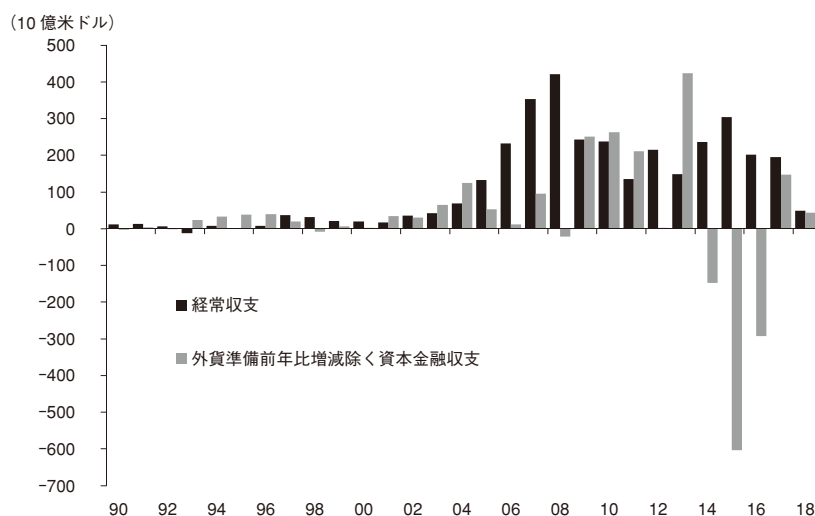
(出所) 国際決済銀行 (BIS)、市岡繁男氏

支は対米黒字約4,000億ドル、非対米赤字約3,500億ドルと極端な対米依存になっており、米国と対決し続けるわけにはいかないことは明白である。

困難山積の中国、貿易摩擦に耐えられない

次に②について。中国経済は明らかに、成長勢いの減衰局面に入っている。中国の成長加速をもたらした3つのプースターがマイナス要因に転化しつつある。第一に国際分業において中国は追われる側が変わっている。今や中国の労働賃金はどのASEAN諸国よりも高くなった。第二に貿易戦争の結果、不公正貿易慣行が維持できなくなる。年間4,200億ドル (2018年) という巨額の対米貿易黒字は大幅に減少し、中国企業の収益力を損なっていくだろう。第三に中国の内需の減速・失速がおき、中国企業のバーゲニングパワーが衰弱するだろう。まず投資は供給力過剰と債務の累増により限界が見えてくるだろう。また消費主導の経済成長も踊り場、自動車、家電などのハードウェア需要は普及一巡によりピークアウト感が強まるだろう。すでに冷蔵庫、洗濯機、カラーTV、エアコン等耐久消費財の普及率は、90~120%とほぼ飽和状態に達している。後述する信用の増加が止まれば、消費に対しても影響は甚大だろう。さらに2012年から生産年齢人口の減少が始まり、2020年代には総人口もピークアウト、内需にネガティブに作用する。

(図表 6) 中国金融資本収支と経常収支推移



(出所) 国家外為管理局、武者リサーチ

過剰投資、過剰債務、対外収支の悪化の三重苦

困難の種は、①過剰投資の結果としての設備過剰、インフラ過剰、②過剰債務と不良債権化、③経常収支の悪化、の3方面で醸成されている。中国の投資分野は設備投資、公共インフラ投資、住宅不動産投資の3分野であるが、設備投資は大半の製造業部門で過剰設備を抱え、更なる投資増加は困難である。公共投資も10年余りで日本の新幹線網3,100kmの9倍にあたる2.9万km（2018年）もの高速鉄道を敷設した。累積負債は86兆円に上るがそのほとんどは赤字路線、不良債権化する可能性は大きい。現在唯一の積み増しが可能な投資対象は不動産だけであるが、ここでも不良在庫と価格下落の危険がある。

次に過剰債務のつけが深刻になりつつある。2015年頃から急進展した消費主導の経済拡大は中国民間部門のレバレッジ化によって推進されたのである。リーマンショック以降2018年までの10年間に世界の債務（民間＋公的）増加額は63.24兆ドルであったが、内中国が42%の26.5兆ドルと圧倒的。この間の債務拡大は米国15.86（25%）、欧州10.00（16%）、日本0.54兆ドル（0.9%）、その他新興国10.3兆ドル（16%）となっている。

あと一つの決定的なつけは、経常収支の悪化による燃料切れである。近い将来、賃金上昇による価格競争力低下と米中貿易摩擦により中国が近い将来経常赤字国に転落する可能性が見えてきた。それは中国の脆弱な対外バランスシート問題を顕在化させ、外貨不安が人民元安を引き起こす懸念が強まる。中国の外貨準備高は3.17兆ドルと世界最大、日本の

(図表 7) 日本と中国の対外資産負債残高 (2018年)

日本						中国					
資産	兆米ドル	%	負債・純資産	兆米ドル	%	資産	兆米ドル	%	負債・純資産	兆米ドル	%
直接投資	1.65	17.8	直接投資	0.28	3.0	直接投資	1.90	25.9	直接投資	2.76	37.7
証券投資	4.08	44.3	証券投資	3.18	34.5	証券投資	0.50	6.8	証券投資	1.10	15.0
金融派生商品	0.29	3.2	金融派生商品	0.28	3.0	金融派生商品	0.01	0.1	金融派生商品	0.01	0.1
その他	1.93	20.9	その他	2.39	25.9	その他	1.75	23.9	その他	1.33	18.2
(内貸付)	1.26	13.7	(内借入)	1.60	17.4	(内貸付)	0.71	9.7	(内借入)	0.42	5.7
			負債合計	6.13	66.4				負債合計	5.19	70.9
外貨準備	1.27	13.8	純資産	3.09	33.6	外貨準備	3.17	43.3	純資産	2.13	29.1
資産合計	9.22	100.0	負債・純資産合計	9.22	100.0	資産合計	7.32	100.0	負債・純資産合計	7.32	100.0

(出所) 財務省、中国国家外貨管理局、武者リサーチ

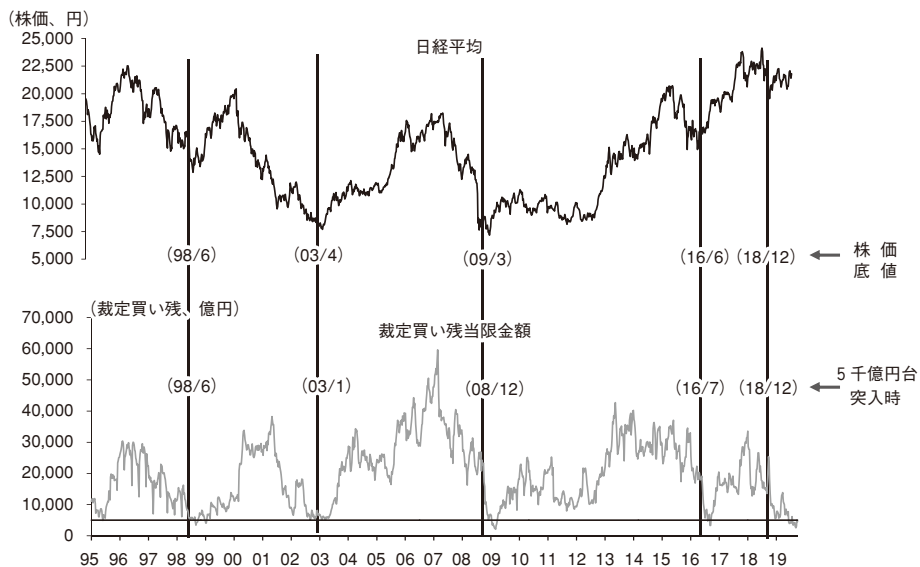
1.27兆ドルの3倍近くあるが、対外純資産は2.13兆ドルと外貨準備比3分の2しかない(2018年末)。つまり中国の外貨準備の3分の1は借金なのであり、緊急の対外決済には充当できない。この海外からの投融資は、ひとたび人民元不安が高まると、流出し減少するかもしれない。また中国の外貨準備高がすべて流動性なのかも疑わしい。この中の1兆ドルは米国国債であるとしても、例えばベネズエラに対する融資などが含まれている可能性もある。2015年のチャイナショック時には、急激な資金流出が起き2014年6月には4兆ドルあった外貨準備が2年間で1兆ドル減少した。2016年後半以降、資本規制によりほぼ横ばいの3兆ドルとなっているが、どのレベルが危険水準か、は不明である。2015年当時2兆ドルが危機水準とうわさされていた。外貨準備高の減少が続けば、それは元安と国内の信用収縮を引き起こす。①中国で積み上がっている過剰債務のデフォルト、②大きく上昇してきた不動産価格の下落、③地方政府の主たる収入源である土地売却益減少による財政難、などが連鎖的に起これば、中国経済の失速から、金融危機が引き起こされるかもしれない。以上の事情を考察すれば、熾烈さを加える米国の貿易戦争に対抗する余裕を中国は全く持っていないことが分かる。

■ 5. ニューノーマルの下、2020から世界製造業景気回復へ

中国需要が世界製造業変動を決めている

米中貿易戦争が一時休戦になると、世界経済回復が視野に入ってくる。世界の景気循環は製造業活動の変動によってもたらされ、製造業活動の変動は中国の需要に最も強く影響される。何故なら中国の需要が世界最大だから。2018年以降の世界経済ミニ循環の落ち込

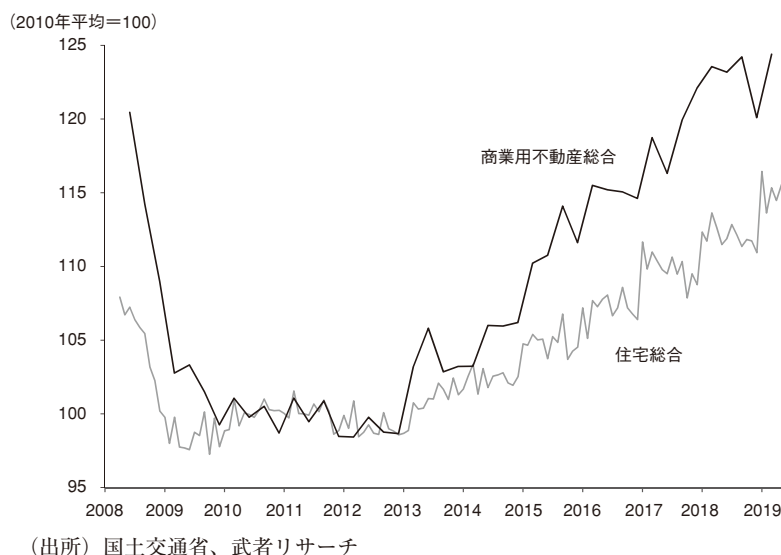
(図表 8) 日経平均と裁定買い残の推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

みは、ひとえに中国製造業景気の悪化によって引き起こされたが、今その底入れ局面に入りつつある。第一に2018年春以降の落ち込み主因であった中国の自動車需要が底入れしつつある。また体質改善とインフラ投資抑制に軸を置いた政策も内需を抑制してきたが、それは大きく転換されている。金融緩和により不動産価格は上昇し不動産投資も押し上げられていくだろう。第二に2018年春以降の落ち込みをけん引した貿易戦争による不確実性も、消えつつある。棚上げされていた投資は復活へ、または第三国（例えば台湾）で新規投資が起きる。第三に5Gなど新技術投資が始まり、最先端半導体などで競争先行のための投資が活発化し始めている。例えばTSMCの半導体製造装置発注額は7～9月は77億ドルと過去の10～20億ドルベースを大きく上回った。またサムスンも西安半導体工場の能力増強や、新世代有機ELパネル投資計画（1兆円規模）を打ち出している。米国では最も製造業景気変動に敏感な半導体株が最高値圏で推移している。雇用と消費も堅調で米国ミニサイクルも底入れが近いと見られる。FRBの利下げでイールドカーブの正常化も見込まれる。世界各国で展開されている金融緩和政策の効果が顕在化することも見込まれる。年末にかけてリスクテイクが活発化していくだろう。

(図表 9) 不動産価格指数 (住宅／商業用)

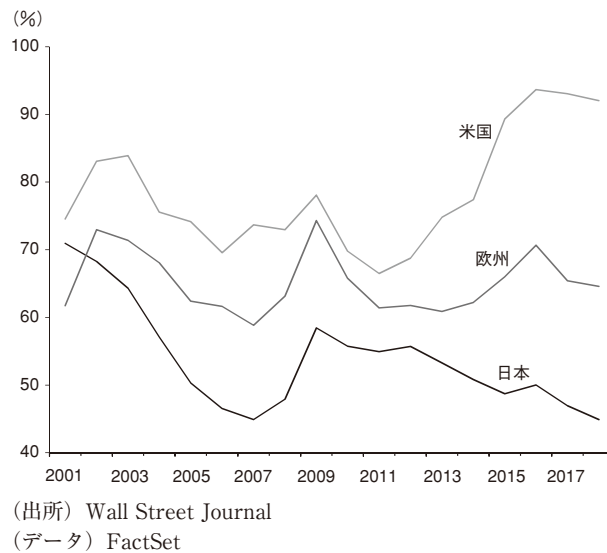


陰の極にあった日本株に大きな追い風

世界製造業景気のミニサイクルの落ち込みで最もダメージを受けたのが日本株式であった。日本経済は先進国では最も製造業依存が大きいうえに、東証上場株式時価総額のほぼ50%が製造業であり、グローバル景気に左右されやすい。またミニサイクル下落局面でのリスクオフから円高になったこともそれに拍車をかけた。しかし世界景気回復となれば、リスクオンの円安も加わり株高がサポートされる。そもそも需給面、心理面、バリュエーション面で日本株式は大底圏場面にあった。グローバル投機家のポジションを示す裁定買い残は歴史的低水準、陰の極のシグナルを示していた。8月につけたPBR 1倍台はバリュエーション上の岩盤であった。加えてインフレ加速の気配が見え始めた。マンションとオフィスビルで空き室率が低下し賃料がはっきりと上昇に向かい、不動産価格が上昇している。マイナス金利の下で不動産の投資スプレッドが拡大し、REITなどがますます魅力的になっている。

日本の長期デフレは、20年にわたる不動産価格暴落→家賃下落→広範な物価下落→賃金下落、という悪循環が引き起こしたと言ってもいい。この結果日本は世界最低の低レバレッジ国となった。日本の低成長は、デフレ、レバレッジの低下、購買力低下が背骨、これが大きく変化する前夜なのではないか。図表10に見るように日本企業は欧米企業に比べてレバレッジが低い。それは財務上のクッションが著しく大きいことを示しており、①万一世

(図表10) 日米欧企業のNet Debt to Equity Ratio



界リセッションとなれば最も不況抵抗力が強い、②好況が続くならM&Aや自社株買いを通して1株当たり利益を顕著に増加させる潜在力がある、ことを示している。ほぼアベノミクス以降の5年間の日本株買いをすべて吐き出した世界の投資家は、日本株の比率を再度急速に高めざるを得ない時期に来たのではないか。

