

中国に忍び寄る「リセッション」の跼音

中国 6.6%はかなりの「水増し」、米成長率 2.0%維持

2019/2/5

中国の GDP 成長率はすでに昨年に実体的には 2%成長に鈍化し、今後はさらに景気後退（リセッション）へ陥落するリスクが懸念され、慌てて米中「関税戦争」終戦へと米中貿易交渉合意へ本腰を入れ始めたという。失業率がこの数十年横ばいと中国経済指標は著しく信頼性を欠き、貿易戦争により壊れた輸出主導「重商主義」に「人口オーナス」や不良債権問題、地方政府のバランスシート悪化など数多の難題が押し掛かる。

中国 28年ぶり低水準 6.6%も「大幅水増し」

元 USTR 高官の在 NY 金融筋が「中国の GDP 成長率はすでに昨年に実体的には 2%成長に鈍化し、今後はマイナス成長へとリセッション（景気後退）へ陥落するリスクが台頭、慌てて関税撤廃へと米中貿易交渉合意に向け本腰を入れはじめた」と打明ける。

先に発表された中国 10-12 月期の実質 GDP 成長率は 6.6%と 28 年ぶり低水準へ落ち込んだが、それでもかなり水増しされた数字であり、「政府の内部調査によれば成長率は 2.0%水準」と別の計算ではマイナスという数字もある」（在 NY 金融筋）。失業率がこの数十年横ばいが続くと中国の経済指標にはもはや信頼性が「らいで久し」。特に、トランプ大統領が仕掛けた米中貿易戦争により輸出主導の「重商主義」が崩壊し、中国経済は「巷間言われている以上に懸念」でリセッションを懸念すべき景気悪化に至っているというのだ。

中国の GDP 成長率は景気が良くなっているか、悪化しているかの傾向性を示す価値しかない杜撰な統計が多いとされる。もちろん、中国景気減速の原因は「米中貿易戦争」と指摘されるが、実は過剰債務問題が重く押し掛かる。リーマンショック時の 4 兆元の景気対策の影響で、地方政府の過剰な固定資産投資が仇となってバランスシートが悪化し、地方政府がインフラ投資に身動きがとれない。

しかも、地方政府に巨額の融資を実施して不良債権を積み上げた地方銀行の経営悪化が顕在化している。固定資産投資など従来景気対策に動けないから国民の人気取りの減税へと見負込んだが、国民が減税分を消費に回さなければ景気浮揚に繋がらない。

すでに上海株が 20%超の下落となって「弱気相場」入りにより逆資産効果が中国経済の暗雲となりつつある。習近平主席の国有企業を優先する「国進民退」の方針から、限られた原資を民間企業よりも国有企業向け融資に回しており、中国では長期ローンがなく民間企業は「貸し渋り」や「貸し剥がし」

が散見されつつある。

実際に資金繰りに窮した「黒字倒産」が増え始め、過剰債務の解消という構造改革を一時棚上げしないと中国経済はリセッションへの陥落懸念が拭えない。

底知れぬ中国減速懸念は、1 日発表されたトヨタ自動車グループ主要 8 社（18 年 10-12 月期）決算にも如実に反映された。次世代技術投資の鈍化と中国新車市場の減速が重なり、8 社のうち 7 社が最終減益となり、デンソー、アイシン精機、ジェイテクト、トヨタ紡織の 4 社は 19 年 3 期通期の業績見通しを引き下げた。

「過去数ヶ月に逆風や我々の見通しと相反する景気サインが散見され、海外には経済成長の鈍化が目立つ主要国がある。特に中国と欧米だ」（在 NY 金融筋）。IMF のハルバーグスタットは 1 月 30 日 FOMC 後の会見で、中国と欧州を指し海外景気減速について「政治的駆け引きが透明性を高まっている間、リスクは高まる」と警告した。

昨年に懇談したある国際金融筋は「すでに中国の成長率は 18 年に +2.0%水準へと低下した可能性」を指摘したものだ。つまり、昨年 2%前後の成長率から今年に -1.0%のマイナス成長となり、今後さらにリセッションに陥落するリスクが懸念されつつあるのだ。もちろん、中国減速は米中「貿易戦争」の影響だけでは毛頭ない。「人口オーナス」や過剰債務問題や過剰な固定資産投資など構造問題を抱えて、そこに米中「貿易戦争」がダメを押しした格好だ。確かに、金融緩和に加え、減税を含めた財政出動余地があり、共産党政府はリセッションを是が非でも回避しよう。

だが、今後の中国経済で重視すべきは成長率の 28 年ぶり低水準でなく出生数「57 年ぶり」低水準、つまり「人口オーナス」である。人口が減る国が成長を続けるための要諦は、生産性の向上であり、だから中国は「中国製造 2025」を掲げて人工知能（AI）やロボットなど高度技術力を身に付け「中所得の罠」を回避すべく米国から知的財産の略奪を繰り返した。だが、その道も閉ざされた。

エド・ハイマン米 19 年成長 1.75%から 2.0%に

一方、「米国株 12 月急落劇による逆資産効果を織り込む形でエバコア ISI 率いる NY 賢人エコノミストのエド・ハイマン氏は年明け後に米 19 年成長率 2.0%から 1.75%へと下方修正したが、1 日発表の雇用統計を受けて 1.75%から再び 2.0%へ上方修正した」（在 NY 金融筋）。

言うまでもなく、昨年 122.5%から 2.0%へ、そして 2.0%から 1.75%への下方修正の背景に、1) 18 年の

米景気及び米国株を押し上げた減税効果の剥落、2) 米中「貿易戦争」による世界経済の減速、3) 4割超に高止まりする米 S&P500 社の売上高に占める海外利益比率一等等がある、

だが、1月雇用統計の高数字をみて、米中貿易交渉が合意すれば米国経済は 2.0%巡航速度でソフトランディングが可能と判断した。

確かに、世界経済減速となって米企業にマージンプレッシャーを強い、輸出や設備投資に関連した産業では利益率がマイナス圏に陥る可能性があり、利益成長率のマイナス、減益リスクは織り込んでいない。

米国株は「パウエル・プット」、米中「貿易交渉」進展期待、1日発表の米1月雇用統計の良好景気堅調が再確認されてV字回復を辿り、投資家心理の7つの指標を分析し、市場の「欲望」と「恐怖」の度合いを示す米 CNN「Fear&Greed Index」（恐怖&欲望指数）は2月1日現在、中立水準を超えて回復し、すでに戻り高に一巡感漂いつつある。

同指数は昨年12月24日に、翌25日クリスマスに「2」という極端な恐怖状態になり、明らかに売られ過ぎ状態にあった。その翌26日、米財務長官が、1月13日米銀大手 CFO(最終経営責任者)に電話し、トランプ大統領が17年のブレンデーン暴落を受けで、18年のリーマンショック時の09年以来、招集し、大統領「金融市場作業部会」を招集、各社に株価暴落の(プライスキープ)部隊として市場を鎮静化させた。

その意味で、CNN「恐怖&欲望指数」の61回復で米国株の上がる一段高には完全なる FRB の利上げ「打ち止め」見極めが必要視される。

一方、米国経済に比べ中国経済はあまりに脆弱で

あり、これまでの中国成長の牽引車であった外資系企業の中国撤退の増加がリセッション懸念を後押ししている」(NY金融筋)という。

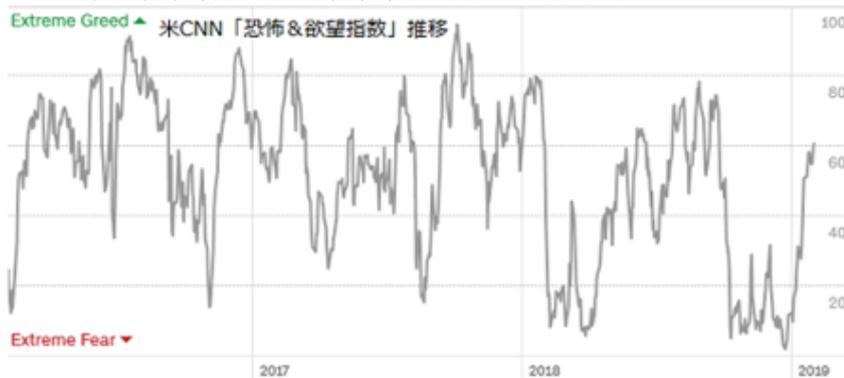
昨秋9月発動の2000億ドル10%関税が撤廃されなければ、中国で4500万人もの雇用を創出する外資系企業がリスク分散やコスト削減でサプライチェーン(供給網)再編が進み、本国回帰、米国ないし東南アジアへ海外生産を移転、中国産業界に混乱が続く可能性がある。

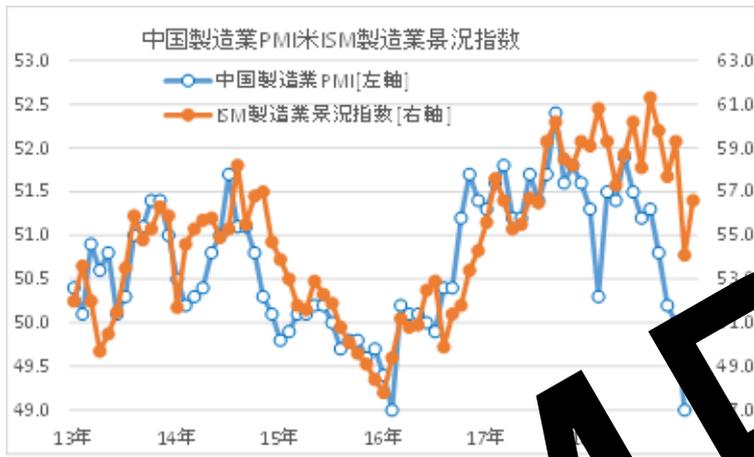
事実、すでに中国経済成長の牽引車である外資系企業の中国撤退によってサプライチェーンが地殻変動を起こしつつある。相次ぐ外資の中国撤退の背景には、1) 資金の高騰、2) 不動産価格の高騰、3) 共産党による企業経営への介入、4) 法人税と厳しい規制、5) 消費市場の変化と不当競争、7) 米中「貿易戦争」による中国景気減速一等等がある。つまり、もはや外資系企業にとって中国は魅力ある投資先でなくなった所に米中「貿易戦争」が中国生産の優位性「崩壊」にダメを押しした。

中国製造業は長年にわたり労働コストなど安価な生産コストと大量生産が特徴だったが、人件費高騰と消費市場の変質と高品質製品シフトにより生産拠点の利点が大きく損なわれた。

2016年には人件費高騰により「中国の労働コストは米国より僅か4%しか低くない」(米 CNN)と賃金上昇ペースが生産効率を上回り、人民元高と共に中国製造業は「曲がり角」に差し掛かかり、そこに米中「貿易戦争」の宣戦布告である。

これまで中国「崩壊論」は、土地バブルや地方政府借金など内政問題によるものだったが、今後は「人口オオナス」と外資撤退による「産業空洞化」という爆弾を孕むことになる。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、転写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しますが、その内容を保証するものではありません。また、この情報の情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。