

ストラテジーブレティン (338号)

米国繁栄、中国衰弱の二極化が始まった

米経済の驚くべき強さ

米国経済の驚くべき強さは特筆に値する。40年間で最大の引き締めにもかかわらず、リセッションの心配が全くない。IMFによる米国経済の2023年見通しは2022年7月時点で1.0%であったが、その後3か月毎の改定の度に上方修正され、2023年7月時点では、1.8%に引き上げられた(図表1参照)。しかし実際は、2023年1Qは2.0%、2Qは2.4%と事前予想を上回る結果であり、アトランタ連銀の経済予測モデル「GDP Now」による3Q予想は5.0%と一段の加速を見込む。最大の牽引車はGDPの7割を占める好調な消費である。消費者心理が改善し小売売上など消費需要が強まっている。消費好調の背景にはコロナ禍時代に積み上がった貯蓄の取り崩し、政府の社会保険支出増などもあるが、最も大きな要因は、雇用が堅調で家計の賃金収入が増加し続けていることである(図表2参照)。雇用は過去の利上げ局面である2000年ITバブル崩壊時や、2008年のリーマンショック時とは大きく異なり、情報を除く全産業で力強く増加している(図表3)。かつてない「消費増⇔雇用増」の好循環が成立しているようである。それを支えているものが、堅調な企業収益、抑制されている労働分配率(図表4)、増加が続く企業部門のフリーキャッシュフロー(図表5)である。政府による社会保険支援増額、更に、Chips法、IRA(インフレ抑制法)による産業支援など財政需要増加も寄与している(図表6,7)。

株式会社 武者リサーチ
代表
武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

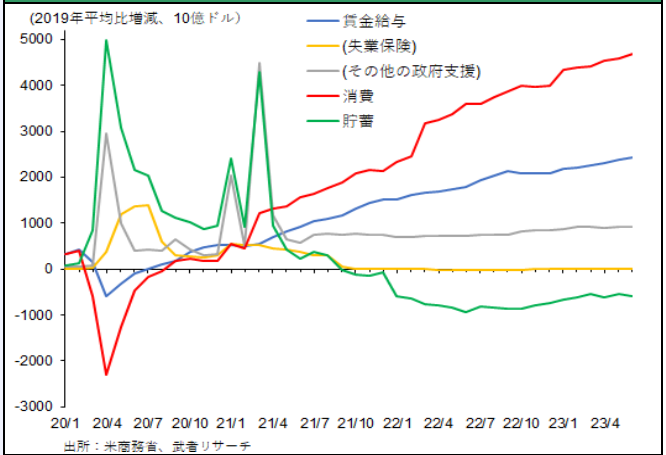
〒108-0075
東京都港区港南 2-16-7

図表1: IMF 世界経済見通しの変遷

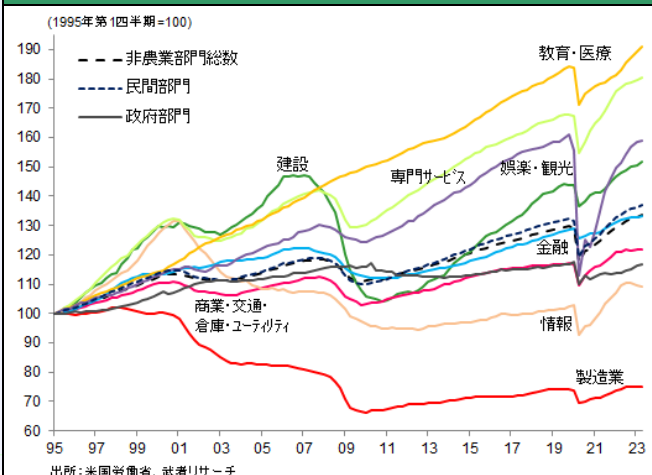
予想時点	2022年	2023年 見通し					2024年 見通し			
		22年7月	22年10月	23年1月	23年4月	23年7月	22年10月	23年1月	23年4月	23年7月
世界全体	3.5	2.9	2.7	2.9	2.8	3.0	3.2	3.1	3.0	3.0
米国	2.1	1.0	1.0	1.4	1.6	1.8	1.2	1.0	1.1	1.0
ユーロ圏	3.5	1.2	0.7	0.7	0.8	0.9	2.1	1.6	1.4	1.5
日本	1.0	1.7	1.6	1.8	1.3	1.4	1.3	0.9	1.0	1.0
新興・途上国	4.0	3.9	3.7	4.0	3.9	4.0	4.3	4.2	4.2	4.1
ロシア	-2.1	-3.5	-2.3	0.3	0.7	1.5	1.5	2.1	1.3	1.3
中国	3.0	4.6	4.4	5.2	5.2	5.2	4.5	4.5	4.5	4.5
インド	7.2	6.1	6.1	6.1	5.9	6.1	6.8	6.8	6.3	6.3
ブラジル	2.9	1.1	1.0	1.2	0.9	2.1	1.9	1.5	1.5	1.2
ASEAN5	5.5	5.1	4.9	4.3	4.5	4.6	5.3	4.7	4.6	4.5
中東・中央アジア	5.4	3.5	3.6	3.2	2.9	2.5	3.5	3.7	3.5	3.2

出所: IMF

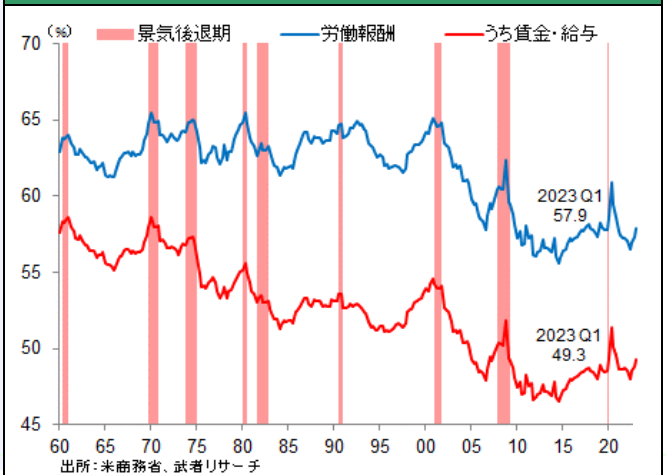
図表2: 米国家計収支月次動向(2019年平均比増減)



図表3: 米国セクター別雇用者推移



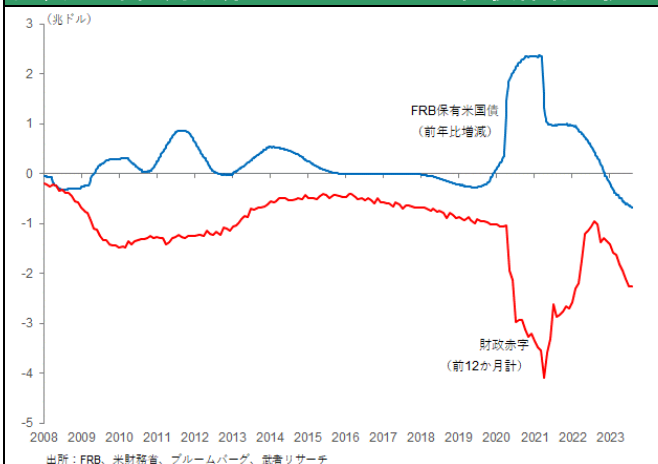
図表4: 米国労働分配率と景気推移



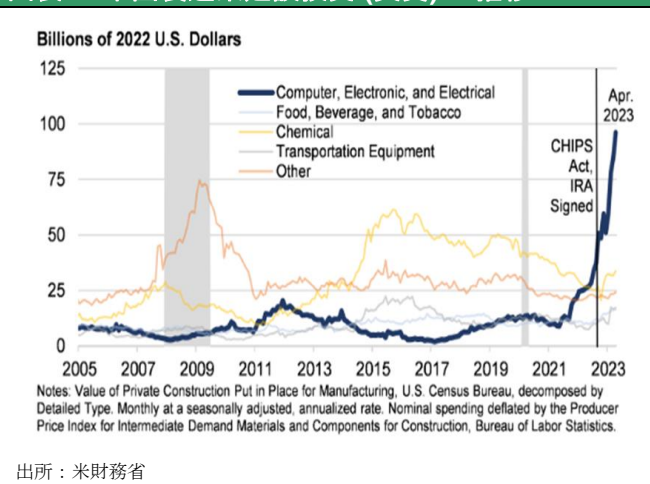
図表 5: 米国企業資金余剰 (フリーキャッシュフロー) 推移



図表 6: 米国財政赤字と FRB による国債保有の拡大



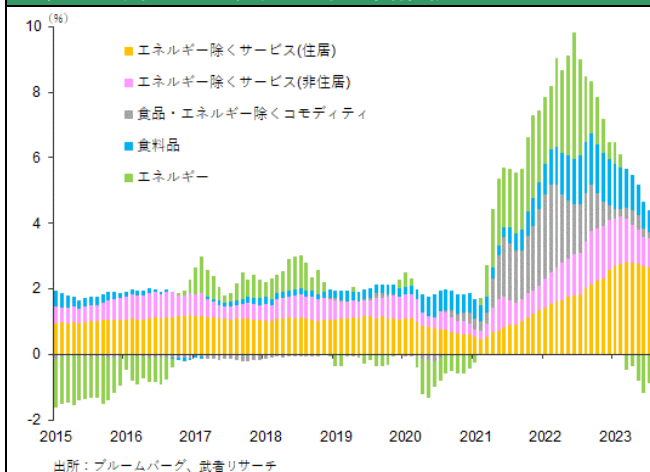
図表 7: 米国製造業建設投資 (実質) の推移



インフレ鎮静化から利下げが視野に、長期金利上昇は今がピークか

焦点のインフレは、CPI が 2022 年 6 月の 9.1% から今年 7 月は 3.2% に急低下した (図表 8)。インフレ要因を分析すると、エネルギー及びサプライチェーン寸断による財・食品のインフレがほぼ沈静化しており、今最も燃え盛っている住居費 (帰属家賃) も、それに 12 か月程度先行する住宅価格が低下に転じているので、1 年後には 2% 以下に収斂していくだろう (図表 10)。焦点の賃金上昇率は平均時給 (AHE) が前年比 4.4% と下落ペースが鈍く FRB を心配させている。しかし、①最近の上昇をけん引してきた低賃金労働者 (生産・非管理労働者) の伸びが急鈍化していること、②高賃金労働者 (プロフェッショナル・管理労働者) の伸びは低く、かつ機械化によるリストラで上昇に歯止めがかかるとみられること (図表 9)、③新産業革命による生産性上昇により賃金上昇の全てを価格転嫁する必要はないこと、等のポジティブな面も指摘できる。FRB はこれ以上の利上げを我慢するだろう。

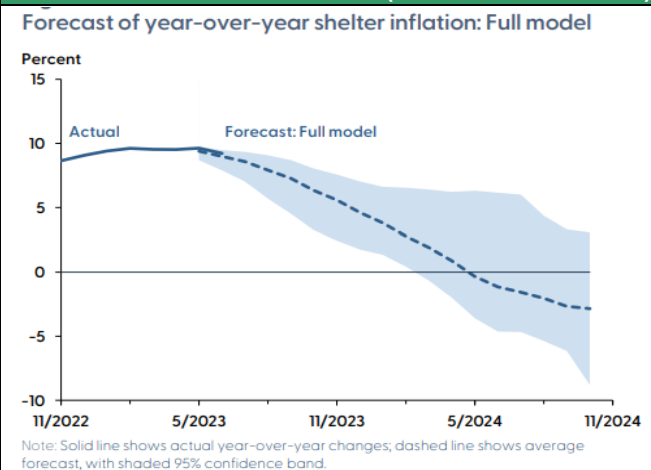
図表 8: 米国 CPI 項目別寄与度推移



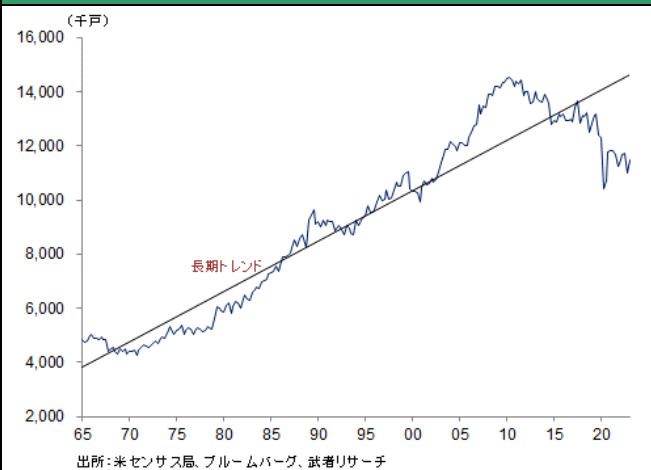
図表 9: 米国賃金水準別時間当たり平均賃金の伸び



図表 10: 米国住居費インフレ予想(サンフランシスコ連銀)



図表 11: 米国住宅不足深刻化・・・低下する空き家



となると、いずれ利下げが視野に入るだろう。利下げには供給力投資を強めインフレ圧力を引き下げるといった側面がある。住宅価格抑制には、利下げによる住宅供給増加というチャンネルが有効である。また、賃金抑制には利下げが設備投資増加を通して労働代替・賃金下落圧力を生むというチャンネルが期待される。ジャクソンホールでのコンファレンスでは、利下げの合理性も議論のテーマとして浮上するかもしれない。米国長期金利は名目 4.26%、実質 1.93%の先週末がピークかもしれない。①今後の景況感、②インフレ圧力、③利上げ圧力、のいずれもが金利低下に作用する。2024年にかけては利下げから始まる株高も見込み得る情勢と言える。

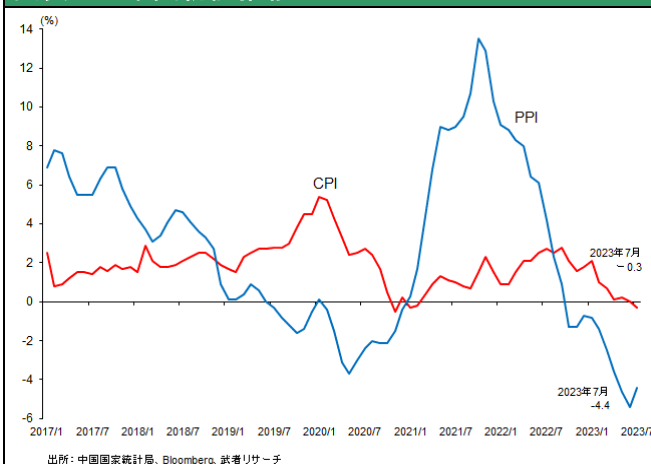
新産業革命による過剰供給が回避されている

現在の米国では、過剰供給力が放置された 1930 年時代の大恐慌時と異なり、新産業革命による生産性の向上(=供給力の増加)が旺盛な需要創造でカバーされるという好循環が起き始めている、と考えられる。

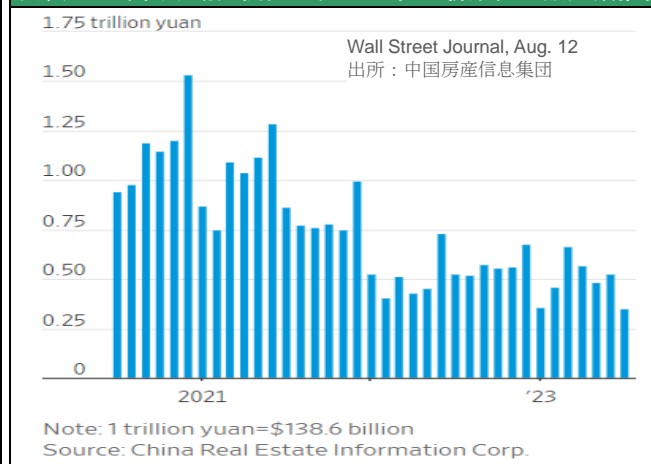
長期衰弱過程入りの中国、不動産バブル崩壊

他方で、中国経済の不振が際立ち始めた。GDP は 1Q 前期比+2.2% (前年比+4.5%)、2Q 前期比+0.8% (前年比+6.3%)と急減速している。6 月小売りは前月比 0.2%と失速しつつあり、5%成長は困難になってきた。加えて物価下落速度が加速している。7 月 CPI -0.3%、PPI -4.4%と世界インフレの中でデフレ陥落が際立っている(図表 12)。

図表 12: 中国物価推移

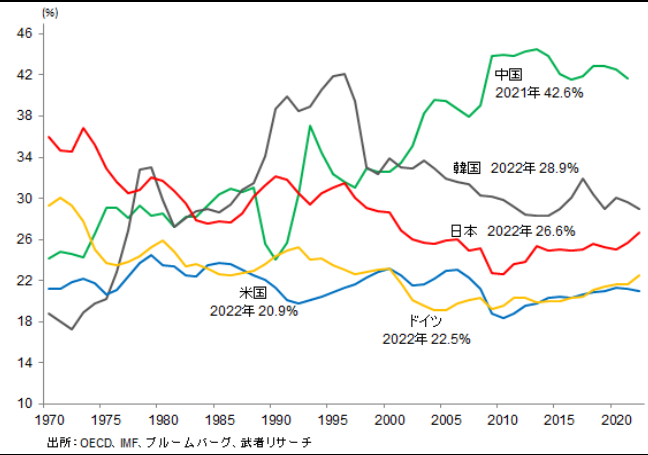


図表 13: 中国不動産開発上位 100 社の新築住宅販売額推移

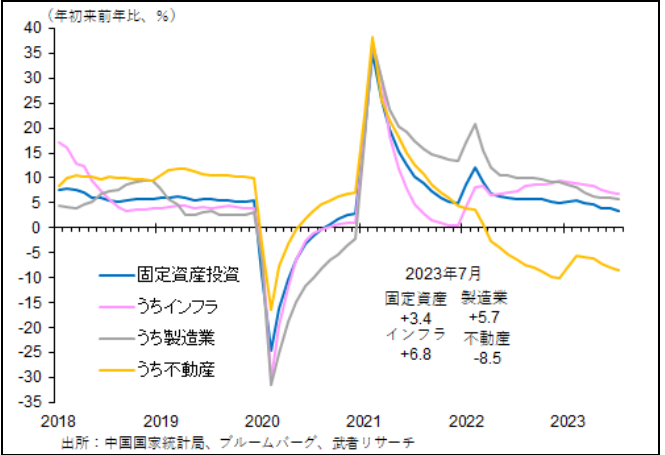


不動産大不況が始まった。トップ 100 不動産企業の売り上げは 5 月前年比 21.2%減、6 月 28%減、7 月 33%減と落ち込みに歯止めがかからない。ピークの 2020 年比では 3 分の 1 まで低下している(図表 13)。恒大集団に続き第二のカントリーガーデン(碧桂園)も利払い停止に迫られ、債務不履行の懸念が出てきた。世界人口シェアの 17%に過ぎない中国が、世界の鉄鋼やセメントの 6 割を生産し、その大半を国内で消費してきたわけで、建設された資産の規模は想像を絶するものである。これまでの中国経済成長の際立った特徴は、著しく投資に偏った成長を 20 年以上も続けてきたということである。GDP に対する固定資本形成の比率をみると中国は 42%と主要国、米(21%)、日(26%)、独(23%)、韓(29%)の倍近い水準がキープされてきた。世界で唯一中国だけ、投資が消費を上回り続けてきたが、これは極めて異常で不健康なことである。いまよいよそのコストを払わされる場面に入ったと言える(図表 14,15)。

図表 14: 主要国固定資本形成/GDP 推移



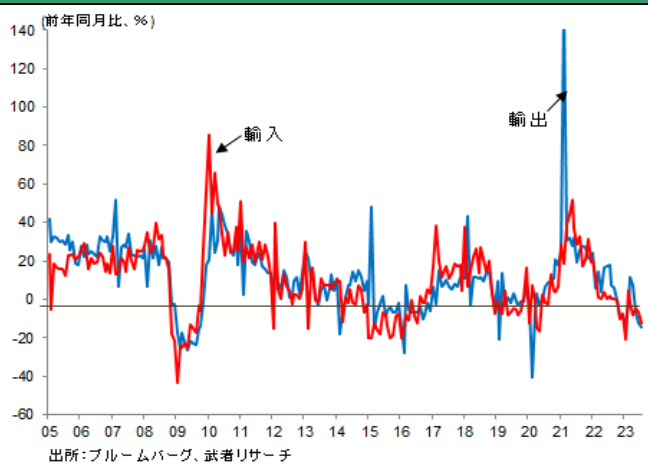
図表 15: 中国固定資産投資 3 部門の推移



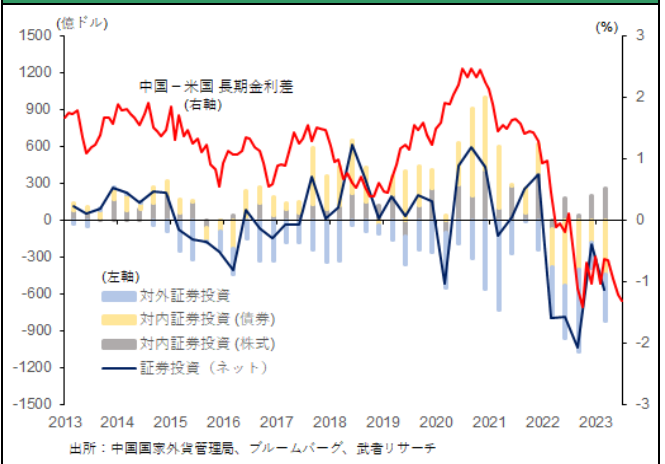
対外経済も縮小循環へ

加えて、輸出 6 月前年比 12.4%減、7 月 14.5%減、輸入 6 月 6.8%減、7 月 12.4%減と貿易の収縮にも歯止めがかからない。中国への海外からの直接投資額は 2022 年 1Q の 1000 億ドルに対して 2023 年 1Q は 200 億ドルと 5 分の 1 に急減している。中国を巡る証券投資も 2022 年以降大きく流出超になり始めた(図表 17)。今後世界経済での中国のプレゼンスは大きく低下していくとみられる。過去 20 年間は中国经济の独り勝ちの時代であった。鉄鋼、セメント、化学等の基礎資材のみならず、スマホから EV、太陽光パネル、風力発電装置等ハイテク、クリーンエネルギー産業に至るまで、中国は圧倒的世界シェアを確保し、他国の成長機会を奪ってきた。しかし今後は中国の世界シェア低下により、成長機会が他国・他地域に回帰していく。中国に機会を奪われた日本、米国、アセアン諸国、インドなどが逆転の恩恵を受けることになるだろう。それはすでに世界最大消費市場米国における中国の輸入シェアの大幅な低下に現れている(図表 18)。

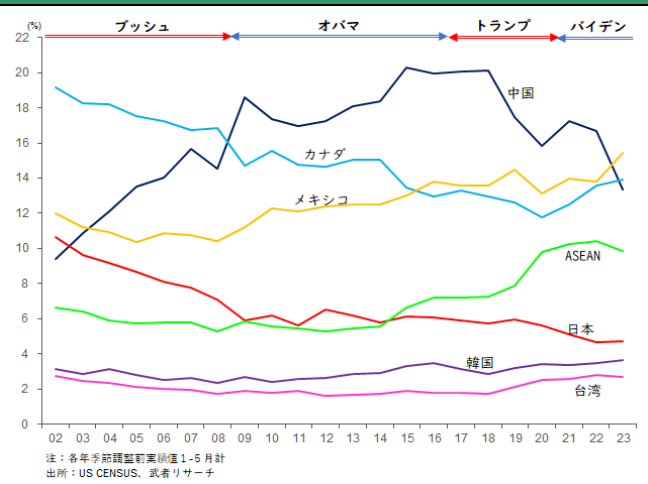
図表 16: 中国輸出輸入前年比推移



図表 17: 中国対外対内証券投資推移



図表 18: 米国輸入国・地域別シェア



米中経済、短期サイクルを長期趨勢が凌駕する

2023年に関し、大半のエコノミストは2大国 米中の経済見通しを間違えた。昨年末時点では金融引き締めにより米国リセッション入りは不可避、バブル化した米国株の暴落不可避、との見方が大勢であった。他方、中国はコロナ禍によるロックダウンが解除され、経済の正常化、反動増が見込まれたため、期待が高まった。しかし米中ともに結果は予想とは逆であった。

見込み違いの主因は、米国、中国経済において短期的圧力を凌駕する、強烈な反対方向の構造的圧力が強く働き始めているためと考えられる。米国経済を支えている構造的強さは何かといえば、「新産業革命による生産性の上昇」と「財政とアニマルスピリット(=株高)による旺盛な需要創造」であり、中国の構造的弱さは、「バブル崩壊によるデッドデフレーション(=バランスシート不況)」と「中国独り勝ち時代の終焉と一人負け時代の開始」であろう。この米国経済の構造的強さと中国経済の構造的弱さは2024年にかけて増幅される。2024年にかけて米中の成長率格差が顕著になっていくだろう。

2015年型チャイナショックは起きない

当面株価調整色が強まっているが、深刻な下落は起きないだろう。2015年は中国のIMF SDR構成通貨国になるために資本移動規制の撤廃が実施されたが、同時に進行した国内経済の悪化が巨額の資本流出、株下落、人民元の急落に結び付き、中国発の世界金融危機が心配された(その後の資本移動規制導入により事態鎮静化)。しかし今は、中国の資本コントロール、国内金融に対する政府・中銀の介入が著しく強化されており、金融危機の世界伝播は起こりえないと考える。また米国経済が驚くほど強く、日本経済も力強さを増していると言えよう。

著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。