

ストラテジーブレティン (167号)

米国利上げと中国の権力闘争

～目先、中国ハードランディングの可能性が小さくなったようだ～

米国の利上げをめぐる思惑が錯綜し、金融市場におけるリスク感、不透明感が強まっている。しかし真の不確実性は米国ではなく中国経済に存在しており、投資におけるリスクも中国経済と金融市場をどう評価するかにかかっている、と思われる。どう転んでも米国経済の固有の見通しは明るく、それを覆すとすればグローバル要因特に中国の展開次第と言う側面が強いのではないだろうか。その観点から、習近平主席の権力基盤が弱まり、中国の経済運営がより透明で国際協調路線が明確な李克強路線に純化される見通しが強まったことは、明るい材料である。李克強路線により中国のハードランディング、人民元急落の可能性が(目先的には)大きく軽減されるとすれば、2017年は米国金利上昇、ドル高の下で株式も堅調と言う、リスクテイク促進型の環境になると予想される。

不確実性小さい米国

金融市場の関心事はFRBの利上げに集中し、金融政策を占む材料である経済データの発表とFRB幹部の発言に、一喜一憂する日々が続いている。しかし少し観察スパンを長くとれば、米国経済の不確実性は驚くほど小さい。ほぼ明白と言っていい事実をざっと挙げると、

- 1) ほぼ完全雇用達成
- 2) 物価も2%接近、コアPCEデフレーターなどに不満は残ってもデフレ陥落の可能性は著しく低下
- 3) 景気拡大の後半戦、a) 労働分配率上昇→企業はコストアップを価格転嫁する必要性強まる→よりインフレ圧力へ b) 企業における資本剰余低下(設備投資増加、自社株買い・配当などの社外流出による)
- 4) 2017年より財政出動へ、トランプ・クリントン候補共に。などが指摘できる。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818

直通電話 (03) 5408-6821

E-mail: musha@musha.co.jp

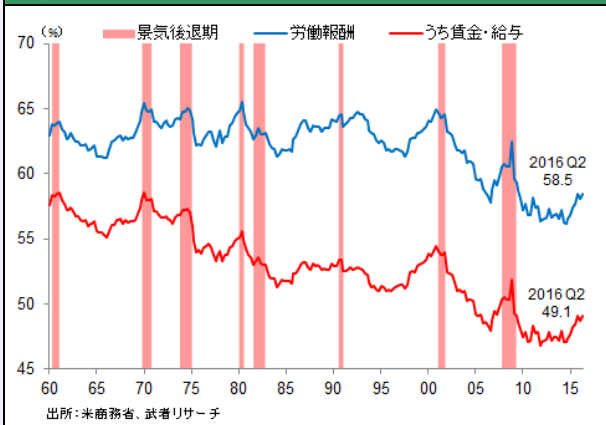
www.musha.co.jp

〒105-0021

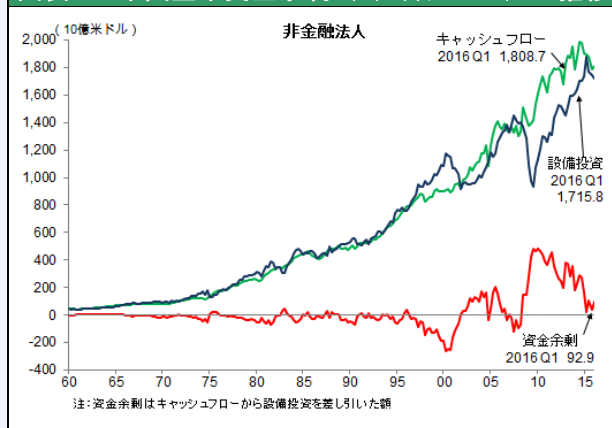
東京都港区東新橋 2-18-3

ルネパルティーレ汐留 901

図表1: 米国の労働分配率推移



図表2: 米国企業資金剰余(フリーキャッシュフロー)の推移



そうした観測が妥当であるとすれば、9月または12月の違いはあっても年内あと一回の利上げは不可避と考えられる。まず、更なる金融緩和を迫られている日欧中央銀行とのスタンスの相違は一段と鮮明になり、米国長期金利上昇とともにドル高となる。利上げによる需要に対するネガティブな影響は避けられないが、2017年にはそれ以上の財政出動の効果が期待できよう。次期大統領候補は民主党のクリントン候補、共和党のトランプ候補共に、積極的

財政政策を政策アジェンダとして挙げている。実際米国ではインフラの老朽化が進んでおり、財政赤字も GDP 比 10%(2010年)から 2%台(2015年)まで低下しており、長期金利は空前の低さ、となれば絶好のケインズ政策環境と言える。利上げ、財政出動、堅調な景気は米国長期金利を押し上げ、ドル高を誘導することになるだろう。主要先進国で米国のみが「流動性の罠」に陥ることなく健全な信用創造を続け、経済の持続的成長を実現できるとすれば、米国経済とドルの信認は強まらざるを得ない。

中国の大いなる不確実性

但し大いなるリスクは海外情勢特に中国に存在している。中国経済は世界史上最大の過剰投資を遂行し驚異的高速成長を遂げたが、同時に空前の過剰供給力と巨額の潜在的不良債権を抱えつつある。将来金融危機を引き起こす土壌が醸成されていると考えられる。ここ 1~2 年を展望しても、①ハードランディング、②ソフトランディング、の二つのシナリオがあるとみられる。①のハードランディングシナリオは、国内の過激改革路線が企業破たん、不動産や株価の下落を引き起こし資金流出と元急落を引き起こすという経路をとる習近平過激改革路線によって引き起こされる可能性が強いと考えられる。習近平主席とその周辺のエコノミストは李克強率いる改革発展委員会中心の官僚による弥縫策路線を痛烈に批判してきたのである。一方②ソフトランディングシナリオは、改革の建前は堅持しつつも経済の急激な落ち込みを回避するための財政金融緩和の継続強化を優先し、一方では国際協調路線に重きを置く李克強首相のスタンスにより可能性が強まる、と考えられる。

習主席政治力弱体化、李克強首相景気重視・国際協調路線に

この観点から、習近平主席の政治力が急速に弱体化しているとの観測は、投資においても大きな含意を持つ。李克強氏の景気重視、国際協調路線の遂行がより確かとなり、当面の世界経済と金融は大きく安定性を強めることになろう。習主席の指導力の後退に関して様々な観測がもたらされ始めている。習主席の数少ない腹心の一人であった黄興国天津市長の失脚が伝えられている。また「エコノミスト」誌(9/13号)はベテラン北京ウォッチャーである毎日新聞客員編集委員の金子秀敏氏の「異変!北戴河会議 長老に敗北した習主席」という記事を掲載し、個人独裁を強めようとしていた習主席がそれに反対する長老との権力抗争に敗れたという観測を報じている。金子氏は①北戴河会議以降、習主席の圧倒的指導力を示す最高指導者としての称号「核心」が消え、集団指導体制を意味する「習近平を総書記とする党中央」が復活した、②鄧小平の改革開放路線を継承する李克強批判を棚上げし、鄧路線を賛美し始めた、③習主席の意中の次期総書記候補である韓正上海市党委員会書記のプレゼンスが消え、孫政才重慶市党委書記(江沢民派)と胡春華広東省党委員会書記(共青团派)のプレゼンスが高まった。などの変化を観測の根拠として説明している。

李克強路線、米国も歓迎

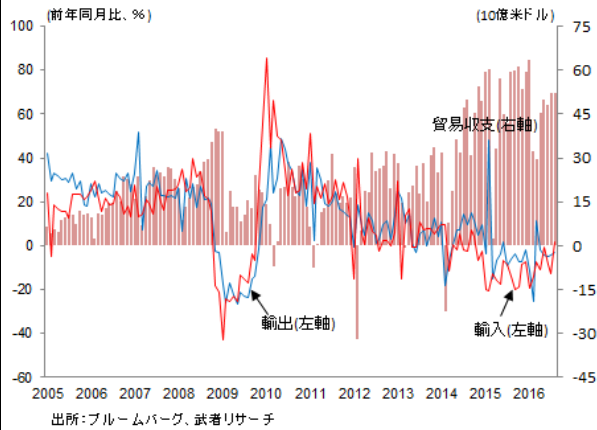
今秋の六中全会、来年秋の党大会により習近平国家主席後継者となる次期政治局常務委員が決まるまで、予断は許されないが、経済政策運営では李克強路線に純化される方向はほぼ明らかではないか。それは米国にとっても大いに歓迎すべき展開であろう。ルー米財務長官は 2 月末の上海 G20 のあと北京に飛んで李克強首相と二日にわたる会談を行い、中国が「元切り下げによる輸出振興をしない」という確約をしたことを高く評価した(“The risk of a devaluation has been greatly, greatly reduced”)。ルー長官の李首相に対する信認をうかがわせる。

国際協調路線が強まり少なくとも近い将来での、中国ハードランディングの可能性は大きく低下する。ジョージ・ソロス氏などが主張する中国発世界危機シナリオは当分タナ上げされることになるのではないかと。

小康状態続く中国経済

8 月の中国経済指標は全分野において小幅な改善傾向を見せている。鉱工業生産指数は 7 月の前年比+6.0%から 8 月は同+6.3%に上向き、実質小売売上高の伸びも 7 月の前年比+9.8%から 8 月は+10.2%に反発、年末に刺激策の打ち切りが見込まれる自動車販売が牽引役となった。固定資産投資は 1~8 月累計で前年比+8.1%、単月ベースでは過去最低だった 7 月の前年比+4.0%から 8 月は同+8.1%に上昇した。インフラ投資と不動産投資の伸びの改善が、製造業投資の低迷を打ち消す格好となった。貿易も 8 月輸入(ドルベース)は+1.5%と約一年半ぶりのプラスとなった。財政支出によるインフラ投資と金融緩和策が効果を見せていると考えられる。もっとも不動産販売床面積の伸びは 7 月の前年比+18.7%から同+19.8%に改善したものの、住宅着工は 7 月の前年比+8.1%から 8 月には+3.3%に再び減速している。不動産と製造業投資には警戒が必要な状況である。

図表3：中国輸出入前年比と貿易収支推移



図表4：人民元相場推移



著作権表示©2016 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。