

ストラテジーブレティン (335号)

衰弱する中国経済とインドの台頭、じわじわ進む対中包囲網

(1) 中国経済失速、投資資金中国離れ

中国経済不振が目立ってきた。それは株価低迷が如実に示している。今年前半の株価上昇率を比較すると日本 30%、米国 17%、韓国 15%、ドイツ 15%、インド 8%に対して中国は 2%と大きく劣後している。今年初めまで、コロナ後の景気回復を期待して流入した海外投資資金は急速に中国離れを始めている。

内需の強さを端的に示す輸入額は今年 1~5月 6.7%減と、過去一年間マイナス基調が続いている。小売上げは前年の 0.2%減から今年 1月~5月は 9.3%増と一見好調だが、それは昨年のロックダウンによる大幅減の反動によるもの、今後急速に息切れしていくだろう。固定資産投資も前年の 5.1%増から今年 1月~5月は 4.0%増に減速、不動産投資が前年比 7.2%減と大きく足を引っ張っている。

株式会社 武者リサーチ
代表

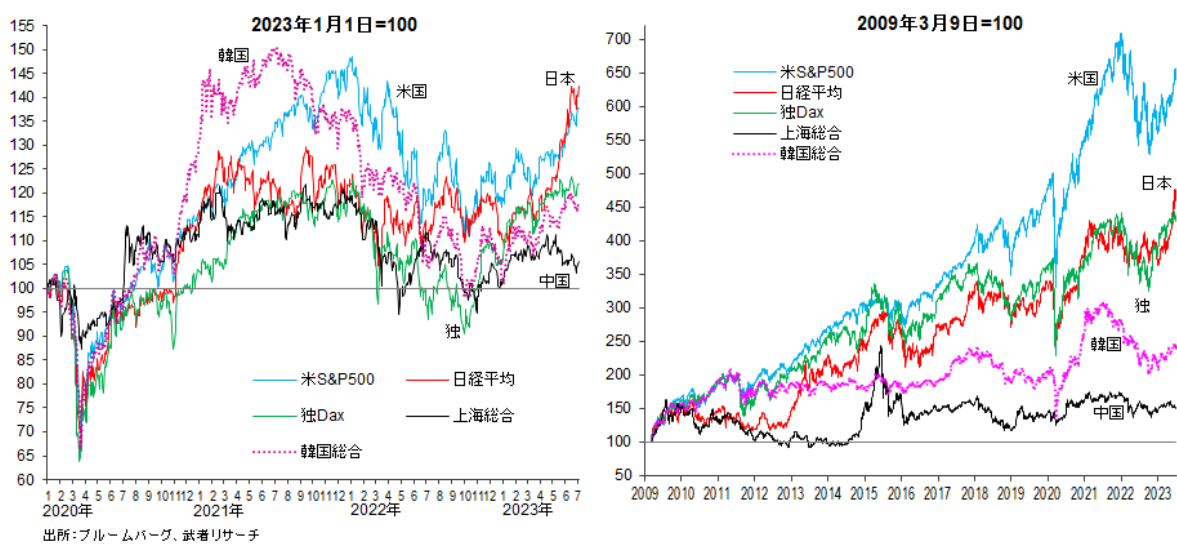
武者 陵司

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

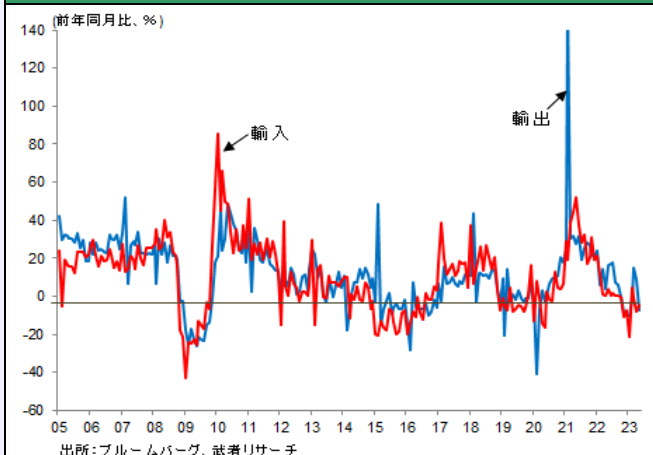
〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

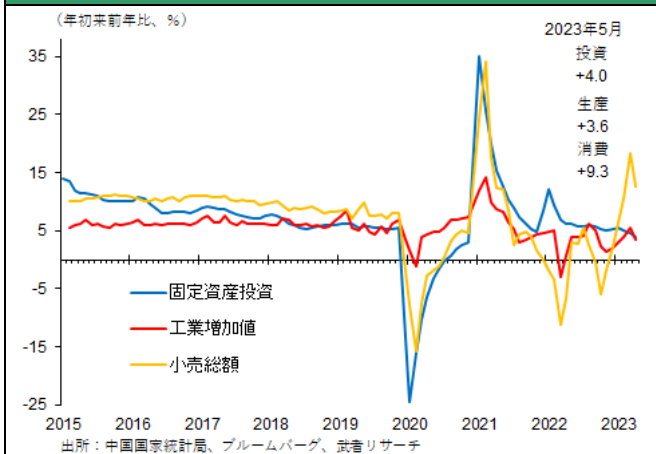
図表 1: 主要株価指数推移



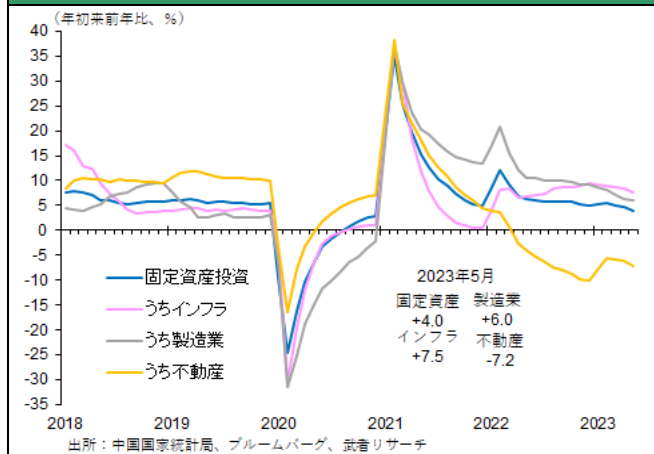
図表 2: 中国輸出入額推移



図表 3: 中国生産・消費・固定資産投資推移



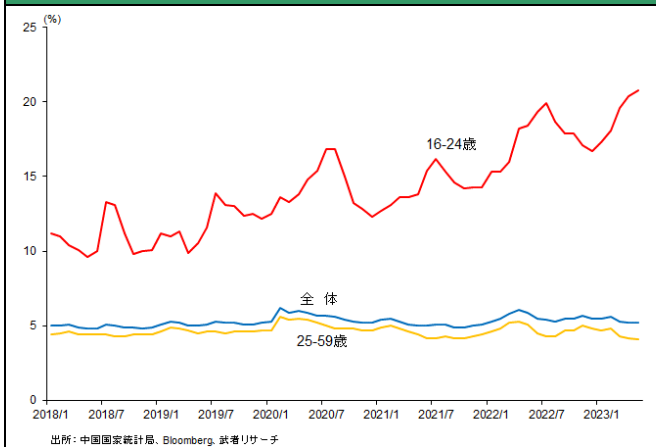
図表 4: 中国固定資産投資 3 部門推移



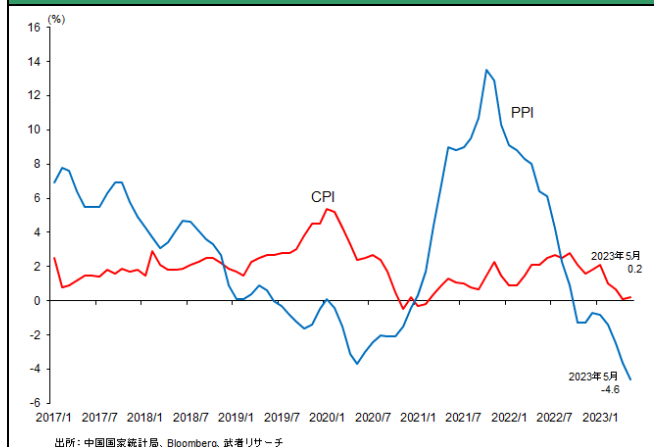
デフレ化、流動性の罍のリスク

特に深刻なのは雇用と物価である。コロナ禍前は 10~11%程度でほぼ安定していた若者の平均失業率は今年 5 月に 20.8%へと急伸、6 月の卒業シーズン後さらに上昇すると見られている。また世界的にインフレが高進する中で、中国だけは物価上昇率が顕著に低下している。CPI は 1 月まで前年比 2%前後で推移していたが 5 月には 0.2%と急低下した。利下げが実施されマネーサプライが年率 12%と増勢を続けている中で、景況と物価情勢が悪化している。日本がかつて陥ったデフレに中国も陥りつつあるのかもしれない。デフレの下では金融政策が効かなくなる流動性の罍に陥る可能性が強まる。1 兆元の景気対策(負債を抱える地方政府と企業支援、住宅ローン補助)が打ち出されたが、効果はあまり期待できないとの観測ももっぱらである。中国は輸出に急ブレーキがかかりつつあるものの、輸入の顕著な落ち込みによって貿易黒字は 8776 億ドル、経常黒字も 4019 億ドル(2022 年)と過去最高ペース、巨額の資金流入が続いている。しかし、それが何ら国内の経済循環に寄与していないのである。5%の政府目標 GDP 成長率の達成は困難だろう。

図表 5: 中国若年失業率推移



図表 6: 中国物価推移



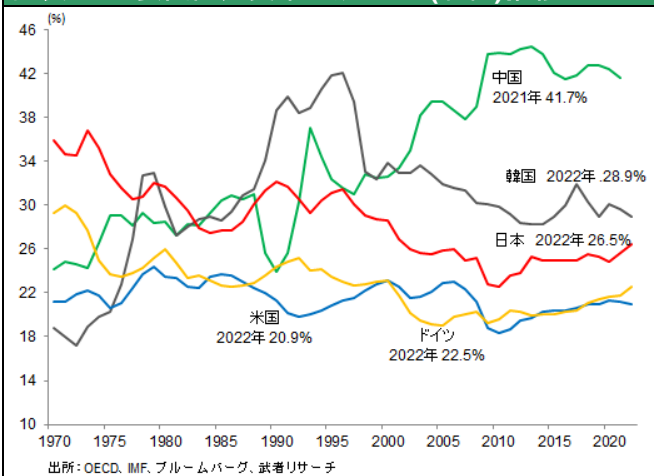
(2) 予定調和的失速、過剰投資に依存した経済成長の咎め

いよいよ中国は、①不動産バブル崩壊と投資減少、②高失業と消費低迷、③輸出・輸入の減少という 3 重苦による衰弱のプロセスに入り始めたのかも知れない。これまでの中国经济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。

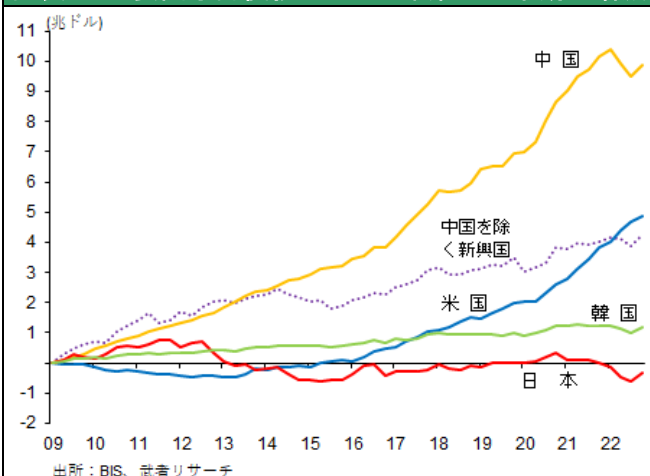
投資増加は成長を高めるためには即効性があり極めて便利である。投資を増やせば直ちに需要が作れるし、その時点でコストを払う必要がない。コストは形成された資産が稼働されると共に、家賃(不動産)や利益(企業設備)、利用料(インフラ)となって回収される。問題は、経済成長を自己目的にすると、稼働する見込みのないもの、稼働しても十分な収益を生めないものまで作ってしまうことである。それは膨大な不良資産を抱えることに繋がる。2022 年、不動産価格の下落とともに急増してきた家計債務が減少に転じ、不動産投資が大幅に減少し始めた。

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5割強を生産し、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。いまい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 7: 主要国固定資本形成/GDP(名目)推移



図表 8: 主要国家計債務の2009年第1四半期比増減



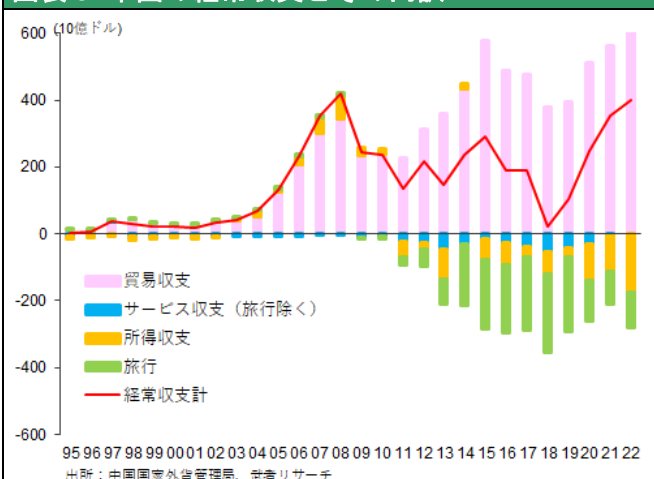
双循環ならぬ双収縮の危機

加えて、今急増している経常収支は今後急速に悪化していくだろう。①中国はアジア諸国で最高の賃金国であり工場の海外流出が続く、②米中対立・デカップリングによるハイテク生産の脱中国急進展、③2020～2021年にかけて急増したコロナ特需の一巡、④今は抑制されている中国人のアウトバウンド観光客の増加、⑤所得収支(対外支払いと不良貸し付けの償却)の悪化、など悪材料が山積している。

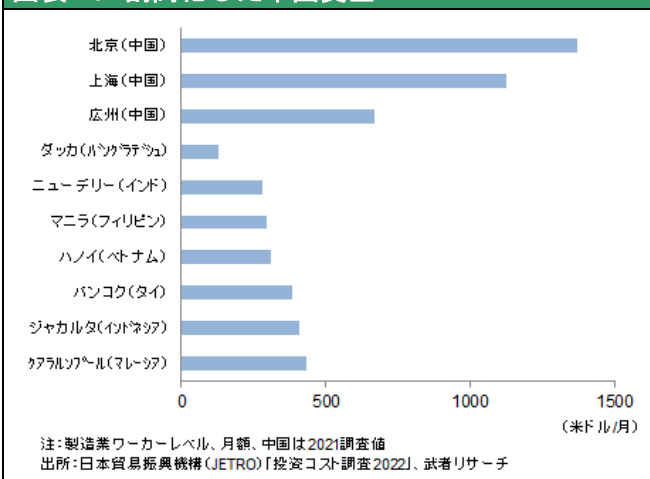
日本の失われた30年の軌跡を追う

習近平政権が唱えた国内海外の双循環は双収縮となりそうな気配である。中国は日本の失われた30年の軌跡をより深刻な形で辿り始めたのではないかと。先進国の技術吸収と安価な為替・労働力で競争力が飛躍的に向上→大幅な貿易黒字定着→通貨高を回避するための外貨介入・膨大な国内マネーの増発→資金余剰・銀行融資急増→家計の不動産購入促進・不動産バブルが形成、とのこれまでの推移は、日本のバブル崩壊前の日本経済そのものである。これからは、バブル崩壊・資産の不良債権化と国内投資の減少→貿易摩擦・競争力低下→デフレ化→伝統的家庭崩壊・晩婚・非婚化・少子化というプロセスに入るだろう。以上から、中国が中進国の罠に陥ることはほぼ確実であり、米国を経済規模で凌駕することは永遠に起きない、と結論づけられるだろう。

図表 9: 中国の経常収支とその内訳



図表 10: 割高化した中国賃金



(3) 成長センターは中国からインドへ

まさに離陸寸前のインド製造業

中国の衰弱の一方でインド経済の好調さが際立ち始めた。2022年以降インドの経済成長率は6～7%と恒常的に中国を上回り始めた。また脱中国依存のサプライチェーン構築が進展し始めた。アップルは現在スマホ生産の9割を

中国で作っているが、2025年には25%をインド生産に切り替えると伝えられる。マイクロテクノロジーもインド進出を決めた。テスラもインドでの生産を表明している。製造業のPMIを比較すると、中国が2021年第3四半期以降、景気後退を意味する50を下回り続けているのに対し、インドは景況が向上し続けおり、好対照であることがわかる。

図表13は世銀調査による新興諸国のGDPに占める製造業比率であるが、中国が一貫して低下しているのに対して、ベトナム、バングラデシュが急伸している。この中においてインドは製造業比率がむしろ低下してきた。これまでのインドの経済発展は、コンピュータサービス等のサービス業がけん引しており、財は中国からの輸入に大きく依存してきた。この輸入依存度の高さは、今後予想される輸入代替需要の大きさを物語る。今チャイナプラスワンの趨勢の中で、各国企業のインドへの投資意欲が著しく高まっている。まさに今インドの産業化 industrialization が始まろうとしているのである。

親米路線に舵を切るモディ政権

インドモディ首相の初の国賓待遇での6月訪米は画期的であった。これまで陣営対立において中立を堅持してきたインドが西側、民主主義国側に舵を大きく切りつつあるとみられる。これまでロシアに依存してきた武器調達はやや継続することができず、国境係争で対立する中国から輸入するわけにもいかない。米国への接近以外の選択肢がなくなってきたともいえよう。戦闘機エンジンの共同開発という有利な条件と引き換えに、親米路線にシフト行くのであろう。

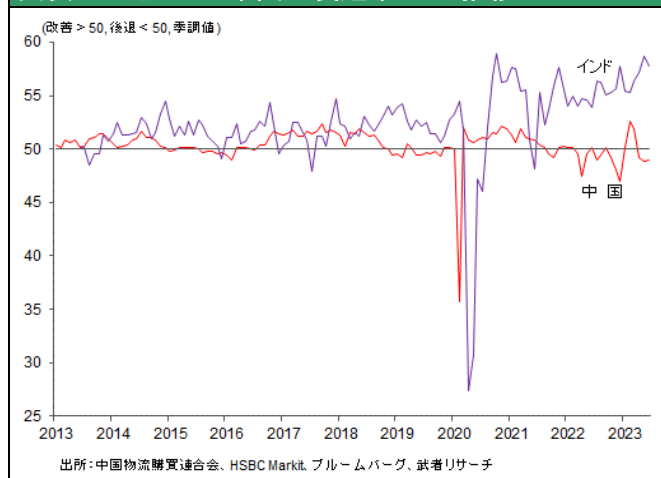
2023年の中国の地盤沈下とインドの台頭は後から振り返ると、国際秩序と国際分業の分水嶺であったとみなされるかもしれない。

図表 11: 各国経済の見通し(IMF)

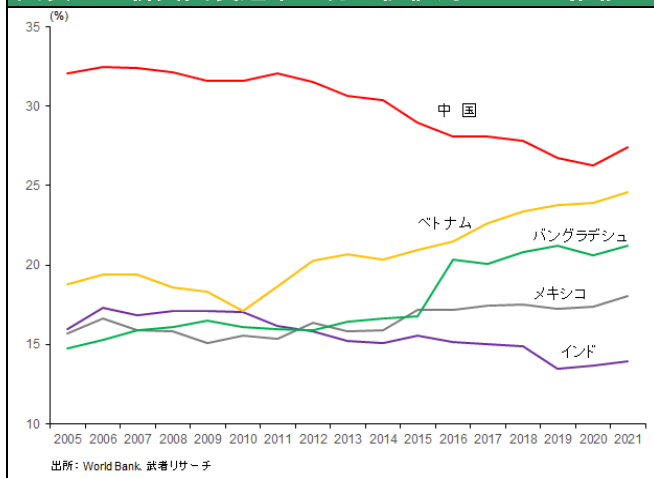
予想時点	2022年実績	2023年 見通し					2024年 見通し			
		22年4月	22年7月	22年10月	23年1月	23年4月	22年4月	22年10月	23年1月	23年4月
世界全体	3.4	3.6	2.9	2.7	2.9	2.8	3.4	3.2	3.1	3.0
米 国	2.1	2.3	1.0	1.0	1.4	1.6	1.4	1.2	1.0	1.1
ユ ー ロ 圏	3.5	2.3	1.2	0.7	0.7	0.8	1.8	2.1	1.6	1.4
日 本	1.1	2.3	1.7	1.6	1.8	1.3	0.8	1.3	0.9	1.0
新興・途上国	4.0	4.4	3.9	3.7	4.0	3.9	4.6	4.3	4.2	4.2
ロ シ ア	-2.1	-2.3	-3.5	-2.3	0.3	0.7	1.5	1.5	2.1	1.3
中 国	3.0	5.1	4.6	4.4	5.2	5.2	5.1	4.5	4.5	4.5
イ ン ド	6.8	6.9	6.1	6.1	6.1	5.9	7.0	6.8	6.8	6.3
ブ ラ ジ ル	2.9	1.4	1.1	1.0	1.2	0.9	2.2	1.9	1.5	1.5
A S E A N 5	5.5	5.9	5.1	4.9	4.3	4.5	5.6	5.3	4.7	4.6
中東・中央アジア	5.3	3.7	3.5	3.6	3.2	2.9	3.5	3.5	3.7	3.5

出所：IMF

図表 12: インド・中国の製造業 PMI 推移



図表 13: 新興国製造業の付加価値対 GDP 比推移



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。