

Economic Data Watch

金融市場調査部 シニアエコノミスト
渡辺 浩志

米国の「保護主義」と中国の「内製化」が招くスロートレードの悪夢

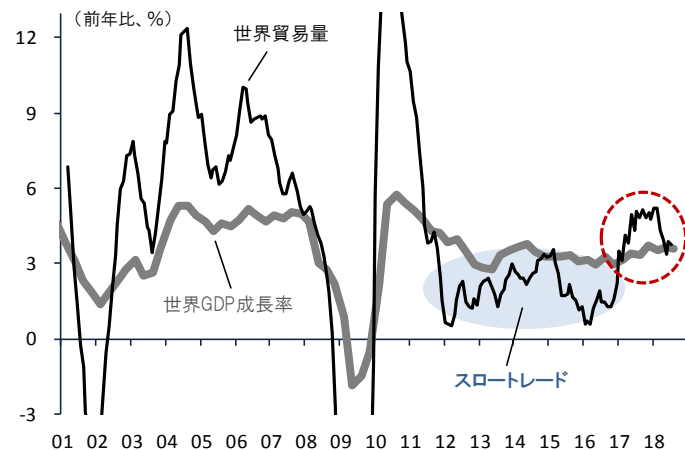
KEY POINT

- 米国発の「保護主義」とそれに対抗する中国の「内製化」がIT製品の国際的サプライチェーンを破壊しつつある
- 世界貿易の伸び率が世界経済成長率を下回る「スロートレード」再来の兆し
- スロートレードの害悪は大きく3点に集約されるが、その打撃を最も強く受けるのは米・中自身に他ならない
- 米国の保護主義は制裁関税から内政干渉の領域へ？／米中摩擦で日本には一時的ながら、漁夫の利

スロートレード再来の兆し

昨年の世界経済は、全GDPの75%を占める約120カ国の経済成長率が前年を上回り、近年稀に見る地球規模の景気拡大となった。その原動力は世界貿易の拡大であり、象徴的だったのはリーマン・ショック以降、9年にわたって続いたスロートレード（貿易の伸び率<世界経済成長率）から脱却したことだ（図表1）。貿易の活発化は各国の生産活動や設備投資を誘発し、世界経済の成長率をも引き上げる。しかし、足下で貿易の伸びは再び停滞感が強まってきており、スロートレードの再来が警戒される。

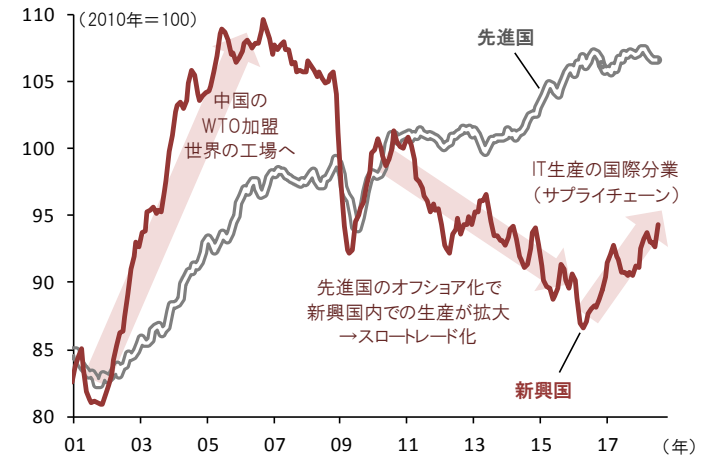
図表1:スロートレード～貿易の伸び率<世界経済成長率



出所:IMF、CPB、SonyFH

スロートレードからの脱却や逆戻りを決定付けるのは、新興国の輸入依存度だ。図表2で先進国と新興国の輸入比率（＝輸入/国内生産）を振り返ると、先進国ではほぼ一貫して上昇してきた。安価な労働力を求め、先進国が生産のオフショア化（海外移転）を推進してきたことの表れだ。かたや新興国は、01年の中国のWTO加盟を契機に世界の生産工場として台頭。輸入した部品から完成品を組み立てる川下工程を担う体制を一気に整備した。その過程で新興国の輸入比率は跳ね上がり、世界貿易の伸び率は世界経済成長率を大きく上回るものとなった。一方、リーマン・ショック以降は新興国の輸入比率が低下傾向をたどり、世界貿易はスロートレードに陥ることとなった。先進国からの直接投資を受け、新興国がより上流の生産工程にまで手を広げたこと、並びに円高を受け日本企業が新興国へ生産移転を加速させたことが背景だ。

図表2:新興国の輸入比率の低下がスロートレードの原因



注:輸入比率＝輸入/国内生産 出所:CPB、SonyFH

その後、2016年以降は新興国の輸入比率は一転上昇し始め、世界貿易はスロートレードから脱却することとなった。これはITデジタル製品需要の急増が背景だ。PC・スマホなど既存のIT需要の循環的な増加に、新たなIT需要(AI、IoT、自動運転、動画配信、クラウド、ブロックチェーン、Fintech等)の爆発的な増加が重なった格好である。ITデジタル製品の製造は国際分業、すなわち米国(開発・設計)→日本(半導体製造装置)→台湾・韓国(IC・電子部品)→中国(組立)というサプライチェーンで行われているため、完成までの工程で何度も貿易が発生する（図表3）。1単位のIT製品需要が、その何倍もの貿易を生むことになるため、輸入比率は高まりやすい。

図表3:ITデジタル製品の国際的サプライチェーン

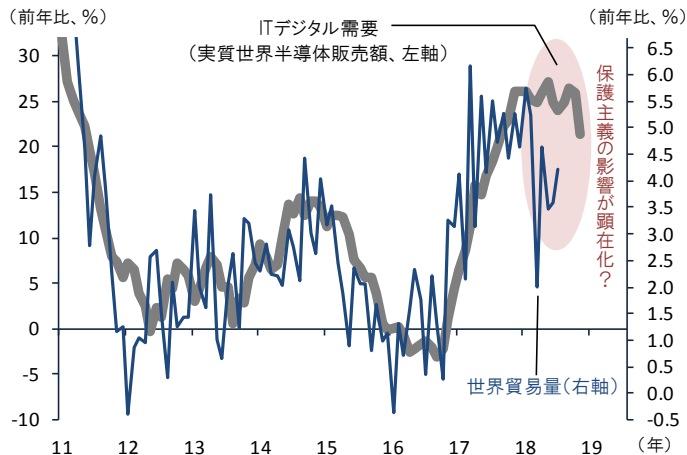


出所:SonyFH

保護主義が国際的なサプライチェーンを破壊

しかし、足下では世界貿易の伸び率は低下し、ITデジタル需要の伸び率からも下振れし始めている(図表4)。貿易量の下振れはITデジタル製品の国際的なサプライチェーンが綻び始めたことを示唆しているようだ。今年3月に始まったこの動きの背景に、トランプ大統領の保護主義があるのは間違いない。トランプ大統領は中国が次世代の技術覇権を狙って定めた国家戦略「中国製造2025」を危険視しており、これを潰すべく中国の通信機器大手ZTEとの取引規制や対中制裁関税を強行し、先端産業から中国を排除しようとしているのである。

図表4: 世界貿易量とITデジタル需要

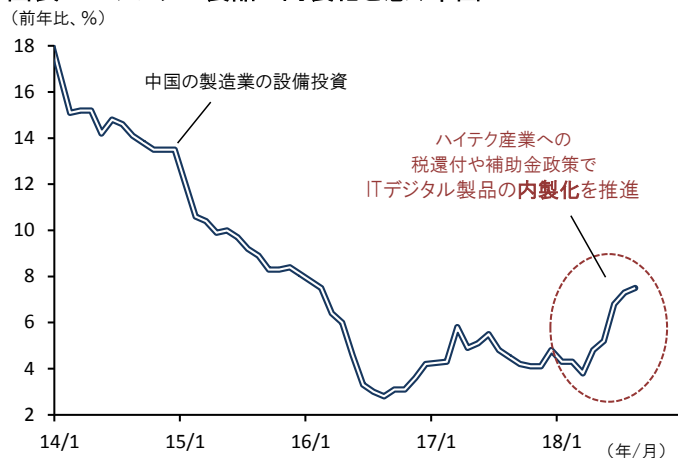


注: ITデジタル需要は世界半導体販売額を半導体PPIで実質化した
出所: SIA, オランダ経済分析局, SonyFH

中国の内製化はサプライチェーンの放棄?

一方、中国も自らサプライチェーンからの脱退を進めている。「中国製造2025」では、ハイテク製品の内製化(生産の国内完結)を目指し、現在20%以下に止まる半導体の自給率を2020年に40%、2025年に70%へ引き上げる計画を打ち出している。また、米国の保護主義が強まる中で、この計画を前倒しすべく、4月以降、政府はハイテク産業を莫大な補助金や減税(税還付)で手厚く支援し始めた。その結果、足下で**中国の製造業の設備投資が急加速している(図表4)**。これが今後、中国の輸入比率を急速に低下させ、世界貿易の縮小に弾みをつける可能性がある。

図表4: ITデジタル製品の内製化を急ぐ中国



出所: 中国国家統計局, SonyFH

トランプ大統領の保護主義は関税から内政干渉へ?

このような動きがトランプ大統領の目に止まれば、新たな攻撃対象となる可能性がある。現に日米欧が11月に共同提案するWTO改革案の柱は「WTOへの報告なしに自国の特定産業を優遇する不公正な補助金を行う国への罰則を導入すること」だという。米国は中国の先端産業の競争力が政府の手厚い保護により一気に高まることを相当警戒しているようだ。**トランプ大統領の保護主義は関税合戦に止まらず、今後は内政干渉の領域にまで踏み込んでいく可能性がある。**

スロートレードのどこが悪い?

トランプ大統領の保護主義とそれに対抗する中国の内製化が国際的なサプライチェーンを破壊し、スロートレードを再来させつつある。それによる問題点は大きく3つある。

- ① 国際貿易を通じた世界同時景気拡大が持続不能になる
- ② 各国企業が不得意分野(比較劣位)の生産を自前で行わねばならなくなるため、生産性・収益性が低下する
- ③ 自国での生産に傾注すれば、各国の経済成長率は供給能力の天井(潜在成長率)を超えることができなくなる

これらの痛みを最も強く感じるのは米国と中国自身に他ならない。

①は外需依存度の高い中国経済を直撃する。また、世界需要が弱まれば、国家ぐるみの**内製化投資は過剰設備という負の遺産**となり、その処理は後の経済成長を妨げることになる。

②は、オフショア化で比較優位を追求し高い生産性・収益性を実現してきた**米国企業(たとえばアップル社)のビジネスモデルの終わり**を意味する。企業収益が悪化すれば相応の株価下落を招く。

③も米国に打撃だ。米国は失業率が自然失業率を下回る超完全雇用状態にあり、労働力が逼迫している。そうした中で低付加価値分野の生産までも米国内で行うというのは無理な話だ。米国は輸入を通じて海外の労働力を借り、3%超の経済成長を続けている。その**米国が供給制約に直面し、潜在成長率(1.8%)以下まで成長率を鈍化させれば**、今が高成長なだけに落差は大きい。

漁夫の利

他方、日本や中国以外のアジア新興国経済にとっては、一時的にせよ需要の増加が見込まれる。国際的なサプライチェーンに中国があけた穴の埋め合わせを他国が行うことになるからだ。IMFの10月のWorld Economic Outlookによれば、米中貿易戦争が関税合戦に止まるなら、日本には米中製品の代替需要が発生するため、GDPは0.1%程度押し上げられるという。また、中国が内製化を進める過程では日本から中国へ向けた資本財輸出の増加も見込まれる。日本やアジア新興国にスロートレードの影響が出てくるのは大分後になってからかもしれない。



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より出向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

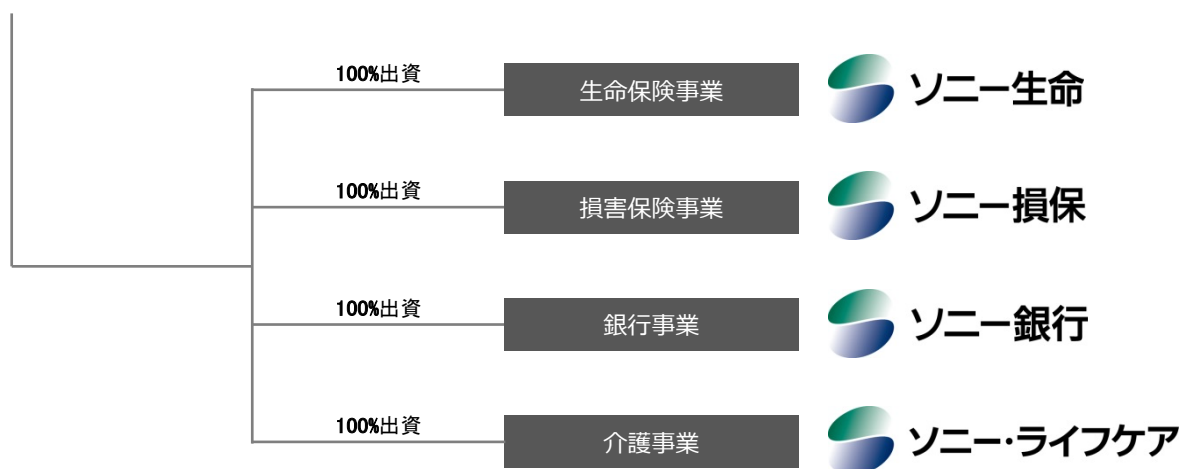
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfh.co.jp>