

トランプ 2.0 に備える中国

2024 年 12 月 1 日

エコノミスト

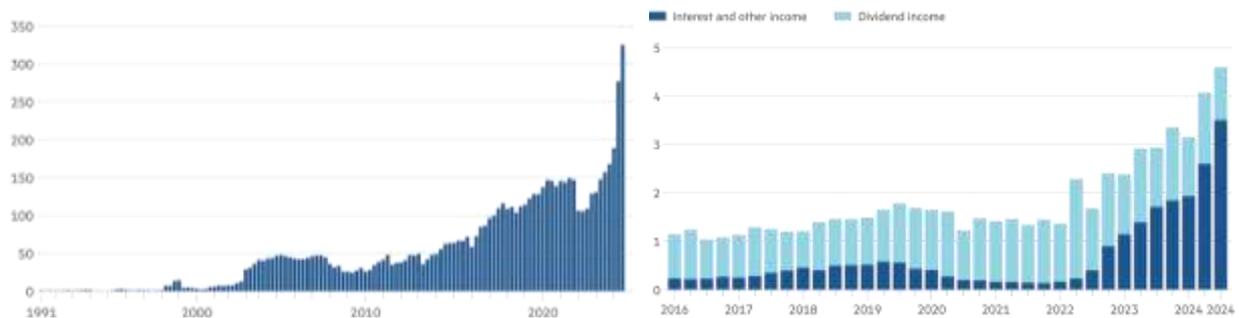
多摩大学客員教授

結城 隆

■炭鉱のカナリア

伝説の投資家、「オマハの賢人」とも言われるウォーレン・バフェット氏が率いる投資会社バークシャー・ハザウェイが、保有株式の売却に動いている。同社は今年に入って、1,330 億ドルに上る保有株式を売却し、970 億ドルに上る売却益を手にした。その中には、アップルの株式も含まれている。同社が今年売却したアップル株は 1 億株に上る。この結果、同社の手持ち現金は 3 千億ドルを超え、ここから上がる金利収入も、2023 年来の米金利上昇により、配当収入を遥かに上回る 35 億ドルに上った。

▼バークシャー・ハザウェイの手持ちキャッシュ額（左図）と金利・配当収入(右図) (10 億ドル、FT)



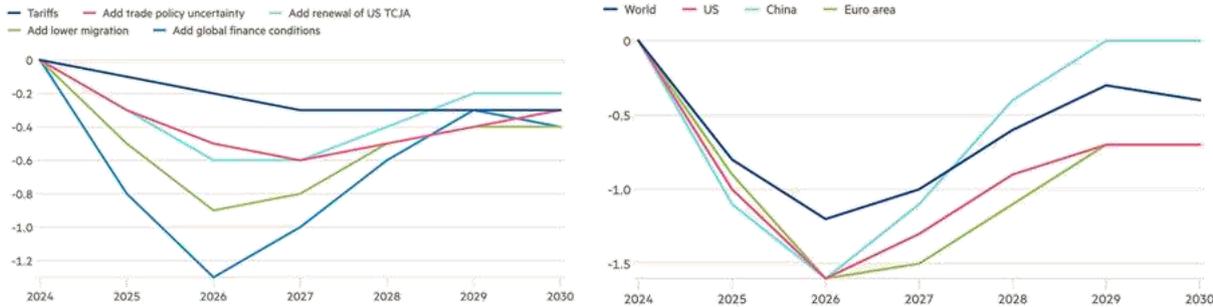
株式売却について、同社は、アメリカの財政赤字はもはや限界に達しつつあること、その結果、現在は下降している金利はいずれ反転上昇すること、これまで米国の株価をけん引してきたテック企業の業績にも陰りが出る可能性があること（とくに AI 向け半導体の設計を行っている NVIDIA の株価は過大である）、またアップルの場合 iPhone に代わる高収益製品が出てきておらず、アップル自身の競争力も、華為や小米などアジア勢力の追い上げにより徐々に低下する可能性があること、などを理由に挙げている。

賢人は、こんなことを言っている。「卓越したビジネスについては、その株価如何に関わらず、一切売るつもりはない」。バークシャー・ハザウェイは、2008 年にまだ電池メーカーだった BYD に 2.3 億ドルを投資、20%の持ち分を確保して、市場を驚かせたが、EV 事業で同社の事業が拡大を始めるに伴い、売りに転じ、今年 9 月の時点で持ち分比率は 5%を割り込んでいる。「買い付け前に両眼を閉じて、いま正に投資しようとしている企業の十年後の姿をじっと思い抜く」とも賢人は言うが、BYD 株の売却は、思い描いた通りに成長したのを見極めた結果なのかもしれない。

しかし、アップル株の売却を含む、積極的な「売り」の姿勢は、個々の企業の10年先もさることながら、アメリカ経済、ひいては世界経済の先行きに暗雲が立ち込めているのを見越したためかもしれない。

トランプ2.0を控え、世界景気後退は俄かに現実味を帯びてきている。この10月にIMFが公表したWorld Economic Outlookでは、トランプ政権下で保護主義的関税が導入された場合、さらにそれが報復措置の応酬に連鎖した場合、米国の税制改革法が再導入された場合、反移民政策が強化された場合など様々なシナリオが、どの程度世界経済の成長に影響を与えるかといった試算がなされているが、左記に金融不安が加わった場合世界経済の成長率は最悪2026年には1.3%下押しされるとのことだ。最大の当事者である米国、中国、EUの場合、GDPの押し下げ幅は1.6%になるという。

▼関税引き上げ等による世界経済GDP押し下げ試算(左図)、米中欧のケース(右図)(%、IMF)



トランプ2.0において、どのような通商・経済政策が打たれるかはまだ未知数だ。しかし、関税の大幅な引き上げにより、輸入を抑え込み、企業に対する様々な規制措置を緩和することによって、企業活動を活性化し、製造業を蘇生させることにより、「MAGA（アメリカを再び偉大にする）」というトランプ氏のスローガンは、アメリカ産業の現実を見れば見るほど虚ろに響く。

一例を挙げよう。7月13日、ペンシルバニアで演説中、トランプ氏が狙撃された後、流れる血を拭いてもせず、拳を突き上げ、「Fight!」と叫んだ彼の姿をプリントした選挙キャンペーン用の旗やTシャツが1日ならずして出現した。これを作ったのが浙江省金華市義烏の雑貨メーカーである。このメーカーはメディアに流れた写真を即日旗やTシャツにプリントし、翌日、サンプルを航空便でアメリカに送り出した。一般郵便で送りだせば800ドルまでは無税である。利幅は15%であり、儲かる商売だという。ちなみに、トランプ氏が選挙キャンペーンに使用した旗は48種類に上るがそのうち46種類が中国製である。米国の販売業者の一部は中国製のキャンペーングッズを扱うのを拒んでおり、ベトナムやカンボジアからの輸入に切り替えているが、これらの国のメーカーも中国資本である可能性は高い。なお米国旗の中国からの輸入は、左記の事情もあって、2022年から2023年にかけて20%程度減少したが、それでも20億ドル規模であるという。たかが旗と言うなかれ。中国の生産規模とスピードは他国の追従を許さないレベルに達しているし、品質の向上も著しい。

アメリカの製造業の GDP シェアは、中国が WTO に加盟する前は、15~16%だったが、その後 20 年間で 10.5%まで低下してしまった。20 年かけて進行した製造業の空洞化のトレンドを反転させ再び偉大にするには 20 年以上かかるだろう。トランプ 2.0 の 4 年間ではとても足りない。

■トランプ 2.0 に備える中国

米大統領選の結果が判明した 11 月 8 日、中国では、全人代常務委員会が開催された。中国の党・政府は、今年 7 月の三中全会で、当面の経済運営方針を定めた。「稳中進」を合言葉に、不動産市況のテコ入れと地方政府の隠れ債務問題の処理を着実に進める一方、成長エンジンを新エネルギー車や再生可能エネルギー、デジタル分野にシフトするという戦略が確認された。しかし、足元の状況はなかなか改善を見せない。そこで 9 月 26 日の中共中央政治局会議において、基準貸出金利の引き下げ、8 千億元の資金供給による自社株買いの促進を通じた株式市場のテコ入れといった 5 月 17 日に続く今年 2 度目の金融緩和策に踏み切った。そして、全人代常務委員会では、懸案だった地方政府の隠れ債務問題の抜本的解決策が講じられた。委員会は、地方政府の隠れ債務が 14 兆元であることを初めて公表し、4 兆元の地方政府専項債発行によるデットスワップと、6 兆元の中央政府からの交付金により今後 3 年かけて債務処理を進めることが決議された。トランプ政権発足前に、国内の経済問題解決の目途をつけておこうというのだろう。

トランプ 2.0 で想定される対中通商政策に対する対応方針は、12 月に開催される党中央経済工作会議で議論することになっている。この会議に建議書を提出したエコノミストによると、とにかく、ありとあらゆるシナリオを策定し、それぞれに対する対応策をリストアップし、その得失、影響、実行のタイミングが検討されるという。そのため有力大学、研究機関の研究者が総動員されているとのことだ。60%の関税が導入された場合の中国の対策はどんなものになるのか？

▼人民元の対ドルレート推移



まずあり得る対策は、人民元の低め誘導である。2018 年、トランプ政権下で米中貿易戦争が起こり、中国製品に 340 億ドル相当を対象に 25%の関税を適用したが、この時、人民銀行は 1 ドル=6.2 元から 7.2 元への元安誘導を行った。人民銀行は 2015 年の不動産・株式市場クラッシュ時に人民元の切

り下げに踏み切ったことがある。関税引き上げの度合いにもよるが、1ドル=8元への切り下げもありえるかもしれない。

次に、報復関税の導入。2018年中国は、トランプ政権の関税引き上げ措置に対し、間髪入れず600億ドル相当の米国産品に対し5~10%の追加関税を課した。直近の例では、EUは今年から今後5年にわたり、従来の10%に7.8~35.3%を上乗せし、最大45.3%の関税を課すことにしているが、これに対し、中国政府は、フランス産コニャックに39%のアンチダンピング課税を行い、スペイン産豚肉および加工品についてもアンチダンピング課税の調査を開始している。これはEUのCAP（共通農業政策）に基づく農畜産業向け助成措置そのものにも関わってくるので、EUにとっては厳しい措置となる可能性がある。もし、中国からの輸入に対し網掛的に60%もの関税が課された場合、中国の報復措置は、2018年のそれよりもはるかに大規模なものとなる可能性がある。

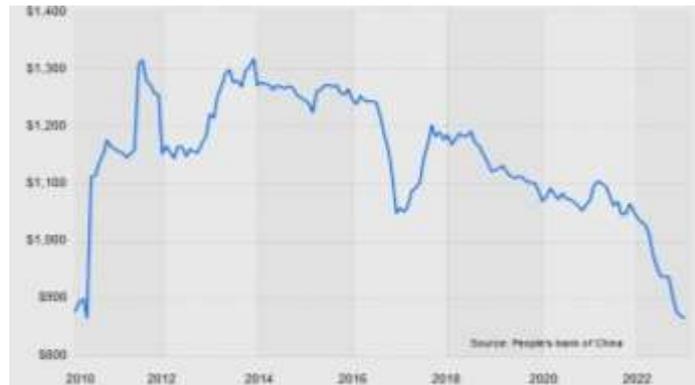
▼中国の対墨輸出と伸び率（左図、十億ドル、%）、中国対墨直接投資（百万ドル、件数）（商務部、Rhodium Group）



第三に、迂回輸出の促進である。対米迂回輸出はメキシコを通じてすでに行われている。中国のメキシコ向け輸出は貿易戦争勃発前に480億ドルからトランプ政権一期目には600億ドルとなり、バイデン政権となってからは1千億ドルまで拡大している。製品の輸出だけではなく、現地生産も拡大されており、ロディウム・グループによれば、中国企業の対墨直接投資額は貿易戦争開始後年間15億ドルペースで続き2023年には40億ドル近くまで急増している。中国の識者はこの戦略を、毛沢東の「農村は都市を包囲する」戦術と称している。農村=エマージング・マーケットに生産拠点を設置し、そこから都市=アメリカへ・EU主要市場への輸出を行うというわけだ。また、新興国や途上国向けの直接投資は、投資先の雇用拡大や産業発展支援につながる。グローバル・サウス諸国との関係強化にとっても重要なツールである。2023年についてみれば、最大の投資先がサウジアラビアであり、これにマレーシア、エジプト、モロッコ、カザフスタン、インドネシア、アルゼンチン、そしてメキシコと続く。エジプトやモロッコへの直接投資額は100億ドルを超えている。

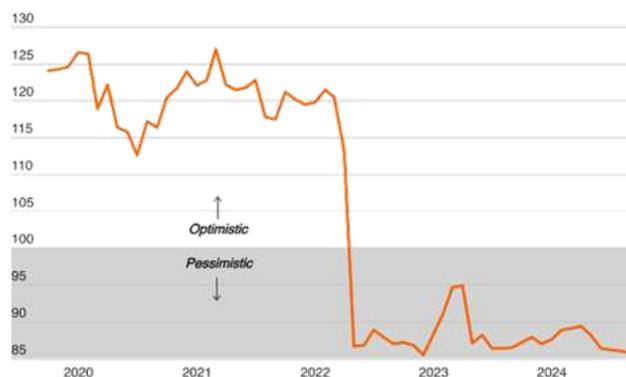
第四に、米国債の売却である。すでに中国政府は、米国債の保有残高をコンスタントに減らしている。ピーク時は1.3兆ドルもあった中国の米国債保有残高は、第一次トランプ政権時の米中貿易摩擦の際2千億ドル近く減少した。バイその後2018年に1.2兆ドルまで回復したものの再び減少に転じ、今年8月時点では7,786億ドルとピーク時の65%まで落ち込んでいる。財政赤字拡大が止まらない米国にとって、中国のコンスタントな売却は大きな脅威でもある。イエレン財務長官が昨年7月に続いて今年の4月に北京を訪問したのもその表れだろう。

▼中国の米国債保有残高の推移 (10億ドル、中国人民銀行)



第五に中国自身の景気対策である。12月の党経済工作会議では、上記のような様々な対抗策が検討されると同時に、2025年の経済運営方針についても議論されることになっている。9月26日に開始された金融緩和策により、不動産価格には下げ止まりの兆しが出ている。また10月1日から始まった国慶節休暇での消費額や旅行客数はコロナ禍前を上回った。そして11月11日の双11節ネット通販大バーゲンでの売り上げは前年を24%上回る1.4兆元となった。今年の中国のGDP成長率5%達成の可能性も見える。来年の最重要課題は、おそらく雇用になるだろう。消費が伸び悩んでいるのも、雇用不安が色濃く漂っているからだ。大学新卒の就職内定率は、去年は50%だったが今年は45%に低下、大卒者卒業直後の8月の16歳~25歳の失業率はこの月としては過去最高の18.8%となった。これに加え、建設現場からあふれた農民工の就業問題もある。今年の5月以来頻発している無差別殺傷事件の背景にもこうした就業問題がある。

▼中国の消費者信頼指数 (右図) (Reuter)

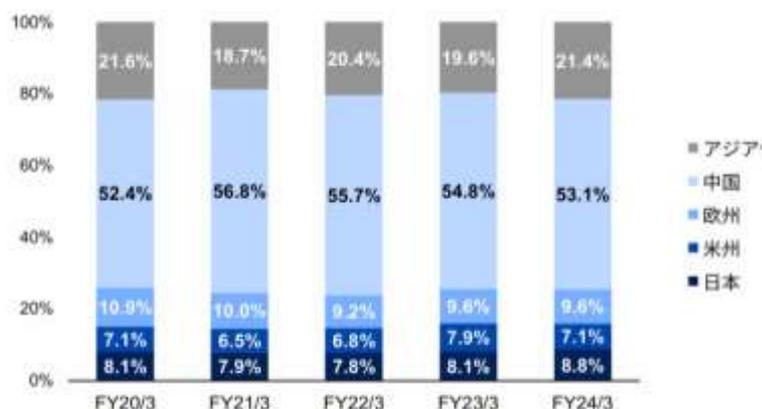


最後に、米国企業自身による「抵抗」の後押しである。これは相当激しいものになりそうだ。トランプ氏の選挙キャンペーンにおいて大活躍したイーロン・マスク氏のテスラの最大の工場は上海ギガファクトリーだ。ちなみに、マスク氏の実母は上海に住んでいる。ここからもアメリカにEVが輸出されている。トランプ氏勝利に丁寧な祝辞を送ったアップルのティム・クックも中国のフォックコンなしに生産はできない。これらの商品にも、中国製だからといって高率関税を課すのか。アップルは中国依存を減らすべくインドでの生産拡大を図ったが、地元サプライヤーがおらず、かつ中国のサプライヤーのインド進出になかなかインド政府の許可が下りないことや、技術指導のためにインドを訪れる中国籍エンジニアにビザが下りないといった嫌がらせを受けており、結局、低価格ゾーンの商品を、中国からの部品輸入で製造するという状態である。中国産 iPhone に 60% もの関税が課されるようなことになれば、同社にとっては死活問題になりかねない。B737 の欠陥問題に加え大規模なストライキに見舞われたボーイングにとっても中国市場は極めて重要であり、今後の経営立て直しには中国向け販売の維持拡大が不可欠である。ボーイングは中国向けにすでに 1,300 機を販売し、235 機の受注残を抱えている。

■同盟国にしわ寄せがくる？

なお、米国は中国企業に対し、「軍民融合」企業を対象に制裁措置を乱発しているが、中国もピンポイントで米国の急所を突くような制裁措置を課している。10月、中国政府は、米国のドローンメーカーである Skydio 社を制裁対象企業に指定した。世界のドローン市場では、中国の DJI が圧倒的なシェアを持っているが、Skydio も 4% のシェアを持つ。ウクライナ向けに販売した同社の攻撃用ドローンは 1 千機に及ぶといわれるし、イスラエルにも販売している。同社が中国の制裁対象となった理由は、攻撃用ドローンを台湾に供与することが確認されたためである。Skydio 社は、米国が言う典型的な軍民融合企業だ。そもそも、中国が進めている軍民融合は、米国の DARPA(国防高等研究計画局、インターネット技術を開発したことで知られる)をモデルにしている。

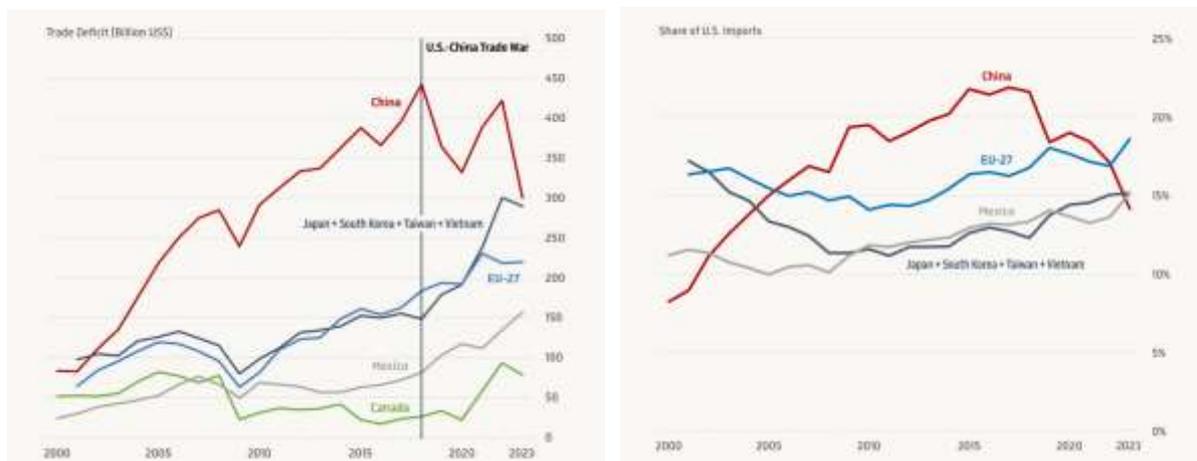
▼TDK の地域別売上構成 (同社決算資料より)



具体的な制裁措置は、ドローンに必要なバッテリーの販売差し止めである。Skydio にバッテリーを供給しているのが、広東省東莞にある ATL 社だが、同社は TDK の子会社であり、現在世界最大のバッテリーメーカーである CATL 社の前身だ。ATL 社は CATL のトップ曾毓群氏が 1999 年に創業したが、電池業界の価格競争が激化したため業績が悪化、結局日本の TDK に 100 億円で事業を売却し、自身

は、新たに CATL を設立した。ATL も CATL も登記は寧徳市であり、技術交流も行われている。曾毓群は上海交通大学卒業後、TDK 香港に就職した経験がある。ATL は CATL との交流もあって今や売上 1 兆円の企業に成長し、TDK にとって極めて重要な子会社になっている。ちなみに TDK の今年度上半期の決算は売上が 2.8% 増の 1.1 兆円、営業利益は 55.8% 増で過去最高の 1,333 億円だったが、売り上げの 52% が中国で計上されている。

▼アメリカの国別貿易赤字（左図）と国別輸入額（右図）（10 億ドル、comtrade、econovisual）



上記の事案は、2つのことを示唆している。まず、日本企業の中国現地法人が、米国あるいは中国による制裁の措置の応酬に巻き込まれる可能性が生まれていることである。これが、グローバルサプライチェーンのややこしさであり、リスク管理が極めて難しいことでもある。次に、米国の対中敵視策に対する、中国の報復は、実に巧みに計算されていることだ。決して行き当たりばったりのものではない。トランプ 2.0 で実施されるかもしれない対中関税大幅引き上げに対する対抗策だけでも 5 つのメニューがある。党・政府は、これらの施策に強弱をつけ、適切に組み合わせた対抗措置を講じてゆくだろう。そしてこれらの措置は日本企業にとっても他人事ではないはずだ。

また、トランプ 1.0 以降、米国の対中貿易赤字は、2018 年の 4,500 億ドルから 2023 年には 3,000 億ドルまで減少している。一方、日本・韓国・台湾・ベトナム 4 か国に対する赤字は、1,500 億ドルから 2,900 億ドルへ、EU27 か国については 1,800 億ドルから 2,200 億ドルに増えている。米国の国・地域別の輸入シェアは、2023 年で中国が 22% から 14% に低下する一方、アジア 4 か国は 13% から 15%、EU27 か国が 17% から 18% へと拡大している。トランプ 2.0 における「MAGA」の矛先は、米国有力企業を取り込んでいる中国よりも、「言うことをきく」米国の同盟国に向けられる可能性が高いことを銘記すべきではないだろうか。米国は対立している国よりも、同盟国の「裏切り」を何よりも恐れている。米国の世界的な影響力が減殺される中、同盟国に対する締め付けは、ますます厳しくなっていくのではないだろうか。

以上

御願

本レポートのすべての図表と文の転載はご遠慮ください。無許可の転載、複製、転用等は法律により罰せられます



筆者紹介

- 1955年：福島県生。一橋大学経済学部卒。
- 1979年：日本長期信用銀行入行、調査部、ロンドン支店、マーチャントバンキンググループ、パリ支店、ニューヨーク支店勤務を経て1999年ダイキン工業経営企画室、大金(中国)投資有限公司(北京)など。
- 2021年より現在：多摩大学経営情報学部客員教授
- 著書(含む共著・共訳)：「アラブ産油国の挑戦」(日本経済新聞社)、「路地裏の世界経済」(東洋経済新報社)、「キャピタルシティー」(訳書、東洋経済新報社)、「中国市場に踏みとどまる」(上場大のペンネームで執筆、草思社)など。
- 世界経済評論 IMPACT にコラムを寄稿している。