

太陽グラントソントン

エグゼクティブ・ニュース

**テーマ：証券アナリストから見たマクロ経済の焦点
—やはり米中貿易摩擦が気になる—**

執筆者：ニッセイアセットマネジメント（株）運用企画部 リサーチフェロー兼エコノミスト
佐治 信行氏

要旨（以下の要旨は2分10秒でお読みいただけます。）

今年（2018年）11月、日産自動車のゴーン会長が東京地検特捜部に金融商品取引法違反の疑いで逮捕されました。これは、日産のルノー完全子会社化を図るフランス政府の「フランス・ファースト」に対する日本の国益からの反撃とも見られます。

米トランプ大統領の掲げる自国第一主義が広がりを見せ、保護主義の動きが台頭する中で、今後の世界のマクロ経済はどうなるのでしょうか？今回は「日経ヴェリタス」アナリストランキング・エコノミスト部門で連続1位を獲得されているニッセイアセットマネジメント・リサーチフェロー兼エコノミストの佐治信行氏に、過去1世紀に亘る流れの中から今後の先行きを予想して頂きます。

2018年は、米中の貿易摩擦が経済分野で話題になった年となりました。一般的な捉え方として、米国は強烈に保護主義化しており、それは世界経済の成長にとって大きな障害にある、とされています。しかし、米国が保護主義化して関税を上げた1920年代と、相手国に輸出数量規制を迫った1980年代は、共に世界経済がリセッションに入ったか、と言えばそうではありません。1920年代、米国は「狂騒の20年代」と言う好景気に沸き、技術革新が自動車時代の到来をもたらしました。次の1980年代、輸出規制を仕掛けられた日本は「前川レポート」を発表し、バブル経済へと進んでいった訳です。

「保護主義で経済が悪化する」と錯覚するのは、景況感の極度な悪化で失業率が上昇している時に米国が保護主義化した“1930年代の事例”に惑わされているからと思われる。今回は米国の失業率が歴史的な低水準にあり、“好況時の保護主義化”である点が異なります。むしろ、貿易摩擦を仕掛けられた中国は財政拡張等により、無理な投資を増やすことが考えられます。その過程で中国国内の不良債権問題が表面化し、海外への資金逃避、人民元の大幅な減価、他の新興国経済の信頼性が低下、といった悪循環が起こる可能性が出てきます。既に、中国から毎年2,200億ドル強の資金が海外に漏れ出ています。これは、IMFが集計する国際収支統計の誤差脱漏と言う項目を見ていると分かる数字です。

また、今の世界経済は2008年のリーマンショック以来、銀行の規制が強化された一方で、非銀行を通じた信用膨張が顕著だという特徴があります。この資金が新興国の影の銀行に流れ込んでいる可能性も十分に考えられます。今後、米国が保護主義を強化し、金利引き上げを継続させていく場合には、過去10年に膨張した信用が急速に崩壊して行くリスクがあり、それを一定の確率で折り込んでいく必要があると思われま

テーマ：証券アナリストから見たマクロ経済の焦点 —やはり米中貿易摩擦が気になる—

ニッセイアセットマネジメント(株) 運用企画部 リサーチフェロー兼エコノミスト
佐治信行

世界経済の先行きが一層不透明になってきている、と言うが、いつも将来予測は難しい。証券会社で36年間リサーチをやってきた私がいつも思うところである。ただ、今まで慣れ親しんだ経済条件が変わり始める時は、時代の転換点として気を付けなければならない。政府をあてにしない次世代への適応力が会社と個人には求められる。この数年間の間で、これまでの自由貿易、協同体経済から保護主義、孤立主義へ向かうかに見える国が現れてきている。例えば、1952年欧州石炭鉄鋼共同体が設立されて以来の離脱（英国）が欧州で始まり、米国からは中国に対して関税引き上げの措置を2018年3月以降矢継ぎ早に発動してきている事例だ。

1. 米国の過去における保護主義 1920年以降と1970年以降

マスコミの論調は、これらに対して保護主義の台頭であり、経済成長の持続性を奪う2019年以降の世界経済の最大のリスクだ、と言う。確かに、我々は過去50年以上にわたって自由貿易体制化の下で経済成長の果実を享受し、世界経済は過去30年にわたってボーダレス化の下で潤ってきた。これは事実だ。ただ、敢えてこれらを違う方から見るには、実際に過去において米国が関税を引き上げたり、日本に輸出自主規制を求めたりしてきた時に、マクロ経済は悪化してリセッションに突入していたかどうかの検証は改めて必要と思う。そこで、米国の関税引き上げ時代を遡ると1920年前後、そして関税引き上げには至らなかったが日本に対して貿易黒字の不満と矢継ぎ早に輸出自主規制を求めてきた1970年代以降、この二局面、マクロ経済的な観点でとても興味深いことが起こっている。それぞれの通商摩擦をここで紹介しておきたい。

そもそも、ここへ来て強硬姿勢を強めている米国の失業率は3%台、完全雇用に近い水準にあり、国内的には社会格差に対する不満が低所得層にあれども、失業及び景気と言うマクロ経済不振に対する不安は限られている。そうした中での他国への通商政策の強硬姿勢の動きを見るに、その背後には単純な景気循環的な国民不満とは別の要因、例えば、国家権益、知的財産、国家防衛と言った国体的大義が存在すると推察される。我々はここで米国の国家的な野望を政治的な側面から詳細に解析できるものでないが、過去において米国が保護主義に偏り、隣国、他国に対して通商政策を強硬に進んだ時の事実を整理することはできる。その政策及び経済の過去における事実及びその共通性の整理を通じて、我々は今後10年間に起こり得る経済的体制転換の予見の一助を提供しようとするものである。米国が過去100年において保護主義に傾斜した時期は、1920年以降と1970年以降の2回である。今回、2020年を前に米中の関税追加の報復、その他の国への通商政策強硬への政策スタンス移行を見るに、偶然ではあろうが、米国は50年毎に保護主義政策への傾斜的行動を実行してきているように見える。

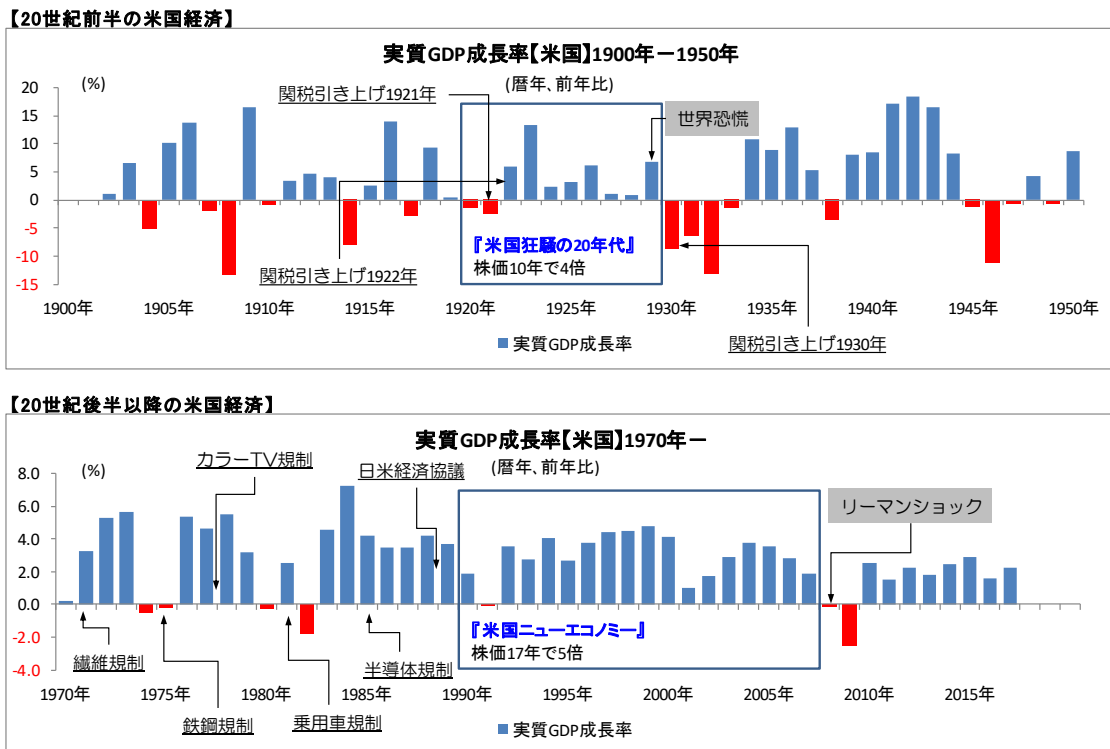


2. 米国、過去の保護主義の局面での共通点

まず、20世紀前半の米国の保護主義、具体的には、米国は1920年に緊急関税法、1922年にはフォードニー・マッカーバー関税法を成立させ、平均関税率が44.7%に引き上げられた（それ以前は16.4%）。1910年代は新技術創生の時代と言われ、その代表がフォード社であった。同社の乗用車生産は「流れ作業」で、車体組み立て時間は従来の12時間30分から2時間40分へ5倍に生産性が上がる。1920年には同社の大型戦略工場が稼働、米国は『狂騒の20年代』を迎える。1920年代は第一次世界大戦の反動不況から立ち直った日本、そしてドイツまでも主要国は好況に沸いた。そして20世紀後半の米国の通商政策の強硬姿勢化は、1970年以降の対日貿易摩擦だ。特定時期を広げると、1960年代から1980年代まで約30年、米国は数々の難題を日本に持ち込んできた。

そして、その後1990年代に米国はインテル社とマイクロソフト社を象徴とする『ニューエコノミー』の時代を作り上げた。米国に無理難題を押し付けられた日本は、1980年代後半に『平成バブル』を謳歌、1989年には日本企業がニューヨーク市中心のロックフェラー・センターの買収に及ぶ。これは、2014年、同市内ウォルドルフ・アストリアホテルが中国企業に買収されたことと重なる。1920年代に米国の実質GDP成長率は前年比で8年連続プラスと、当時としては長期の繁栄を実現した（図表1）。1990年代には、その倍の同16年連続のプラス成長を実現する。米国が保護主義姿勢を強めた相手国及び周辺国も、同時に繁栄できた。事実として、米国が保護主義に傾斜する時、その直後には技術革新、イノベーションが起こり、経済が長期繁栄する。我々が持つ印象は、保護主義が経済発展をもたらす、である。

図表1 米国保護主義と経済成長率の過去推移



出所：US. Census Bureau 等よりニッセイアセット作成

3. 通商政策の強硬姿勢が好況を生む仕組み

では、過去に見られてきた米国通商政策の強硬姿勢が、その後の好況をもたらしたメカニズムは何であったのか。推察するに、それは以下の3つが考えられる。

第1に、関税障壁が作られることで外部からの価格下落圧力に防衛線がひかれる。それにより不況下で進行してきた物価下落に歯止めがかかる。1920年、1921年の米国消費者物価下落（前年比 - 10.5%、 - 6.1%）は同年の関税引き上げ後の1922年には反転した（米国労働省）。1980年代前半は石油危機後のデフレの局面ながらも、米国の物価上昇率は大幅な鈍化から1987年以降は緩やかな上昇に移行する。つまり、企業収益が価格下落の圧迫から解放された。

第2に、関税障壁等の制限により一時的に経済が非競争的になること。それで創生中か創生直後の新技術が競争にさらされずに、安定した発展を遂げる。同時に物価下落の歯止めによる企業収益改善からの資金が先行投資に向かい、その技術発展を加速させる。1920年代の米国自動車産業、1990年代の米国ICT（情報通信技術）産業がそれだ。この2点は通商政策強硬姿勢を仕掛けた国（米国）で起こったことだ。

そして、第3に、仕掛けられた国では輸出が停滞、その不稼働設備を活用すべく内需拡大策、産業救済策を執る。1920年代、日本は日銀が救済融資を拡大させていた。ドイツは紙幣増発を進めていた。1980年代は日本が「前川レポート」を発表、結果的には景気が過熱した。

過去の事例では、この3つのメカニズムが作動して、米国の通商政策の強硬姿勢が技術革新を伴った景気拡張に繋がった。少なくとも、米国の当時の保護主義化が世界経済の成長障害になったと言う証拠は、ここでは見当たらない。当時の保護主義は成長抑制ではなく、むしろ経済の加速要因であった。

4. 1920年前後を振り返る

保護主義と経済成長の関係を確認するため、もう少し米国の保護主義化の時代における経済の動きを整理しておこう。米国の20世紀の始まりは、19世紀後半の拝金主義の時代からの移民増加が勢いを増し、1907年に米国の金融制度の脆弱性が露呈、金融恐慌の勃発からであった。一方、極東では日露戦争が勃発、その戦争が終結したところで米国は戦勝国の日本に対して南満州鉄道の買収を提案、日本はそれを拒否する。1908年に米国は日本への威嚇行動として「白船」を日本近海に展開。この辺りから米国に保守化、保護主義化の傾向が顕在化してくる。1919年に米国はオレンジ計画を立案、対日戦争を想定し始める。同年、国際連盟は日本が提案した人種の差別撤廃を全会一致で否決する。そして、その前年（1918年）に終結した第一次世界大戦中に米国内に能力増強された工業及び農業を保護する目的で、1921年に緊急関税法、1922年にフォードニー・マッカーンバー関税法を成立させ関税を引き上げ、同時に国内富裕層向けの大規模減税を実行する。財政再建（1920年からの10年間で国の債務を3分の1にする）、小さな政府作りと国内産業保護を政策の中心とする内政重視（内向き）な共和党政権の時代である。これは今のトランプ政権とコンセプトが似ている。

そうした中で、フォード社は乗用車生産の量産に成功する（先述）。欧州ではドイツが1918年からワイマール文化を謳歌、一方、アジアでは1921年に日本銀行が中小企業向けの救済融資を始めた。ドイツは更に1923年に紙幣増刷開始、今で言う量的金融緩和だ。同じく日本は1925年に大蔵省内に預金部を設置、財政拡張を本格化させる。こうした日独の財政金融膨張政策の進行には、米英のドイツに対しての巨額大戦



賠償金請求の圧力、日英同盟の解消と言う対日強硬策がその背景にあった。政治的な摩擦はあれども、この間の世界経済は絶好調であったのだ。

その夢が途切れたのは先ず日本。1927年（昭和2年）の昭和の金融恐慌だ。米英の保守化、保護主義、ボーダー化、他国への通商及び外交政策の強硬の流れの中で、この間に先送りされた日本の国内過剰設備能力の整理、そして信用膨張は持続不可能になる。時代は世界恐慌に進み、米国は第二弾の関税引き上げを実行する。1930年の一般に悪名高いスムート・ホーリー法（1929年に始まった大恐慌に対し、フーバー政権の行った農産物等2万品目の輸入関税平均50%引き上げ策）だ。翌1931年には主要国の相次ぐ金本位制からの離脱、輸入割当制度、保護関税の導入、日本は1932年度予算から再び財政拡張、大蔵省証券の日銀全額買入れへと進む。そして数年後、世界は再び不幸にも大戦に突入する。この1920年からの米国の保護主義化の時代を整理すると、第一弾の関税引き上げで技術革新と財政・金融拡大から好況（狂騒の時代）を起こし、それが崩壊して第二弾の関税引き上げ、本格的ボーダー化が進む。現在の米中摩擦はその第一弾が始まった、と言うところか。

5. 1970年代前後、1990年代の米国を振り返る



次に日米の貿易摩擦が激化した1980年前後に及ぶ過程を整理すると、以下ようになる。遡ること約40年、太平洋戦争が1945年に終結、その後1950年に米国は朝鮮戦争に突入する。その終結が1953年、米国は平和時の経済発展と自由主義陣営の宣伝の意図もあってか、1955年に繊維製品の関税引き下げを実施する。皮肉にも、そこから40年に及ぶ日米の貿易摩擦の火蓋が切って降ろされることになる。1955年に米国が繊維製品の関税引き下げに向かった背景には、1930年代の保護主義とブロック経済化が第二次大戦を起ころしめた一因となった、と言う反省が米国に限らず、諸国にあって、自由貿易化が新たな潮流を作り始めたことがある。しかし、繊維製品の関税引き下げ後、米国において突然に日本繊維製品の輸入が急増、すなわち「ワン・ダラー・ブラウス（One dollar blouse）」が大人気、米国は即座に日本に対して綿製品輸出自主規制を要求する。一方の日本は、翌1956年に戦後国力を回復させた勢いによって「白黒テレビ」の輸出を開始（その後「カラーテレビ」輸出）、1959年に米国の鉄鋼ストライキ、米国国内の鉄鋼不足を契機に、鉄鋼の輸出を急増させる。1970年に八幡製鐵と富士製鐵が合併、新日本製鐵株式会社が発足し、この時期、日本の産業が高度成長期を示現すると、同時に米国の日本に対する通商政策は強硬的になっていく。今の対中国通商政策と同じだ。

次の1980年代は日米自動車協力が両国の最大の関心事であった。1980年代まで、結果的に繊維、鉄鋼、カラーテレビ、そして自動車が、この順で全て日本側の「輸出自主規制」導入で一定の解決をみる。時は、米ソ冷戦の時代である。1982年にIBMスパイ事件、1989年に東芝ココム違反事件の発覚、そして次の日米通商摩擦は日米半導体協議だ。半導体の場合には外国製半導体の国内シェア確約と言う決着であった。米国から次から次へ圧力をかけられた日本は、1986年に「前川レポート」を発表、10年間で400兆円を超える設備投資を米国に約束する。その5年後、1991年に旧ソ連体制が崩壊、冷戦の時代は終焉となる。その辺りから日米通商交渉は、日米包括経済協議、金融・サービス部門での市場開放、世界標準化への移行圧力にその姿を変えていく。

こうした約40年に及ぶ日米の通商交渉の途中に起こったことは、結果的に国内経済の繁栄、「平成バブル」であった。我が国の対米恭順姿勢が内需拡大策による好景気を生んだのである。つまり、日米の通商摩擦の結果として起こったことは、①日本製造業の海外移転・空洞化と金融再編、経済のデフレ化、②米国における「新産業（ニュー

エコノミー)の創出」だ。前者については、無理な内需拡大策が与信膨張を作り、それが1990年代に崩壊する皮肉な経済の節理であった。

6. 米国の通商政策強硬化=米国の次世代産業創出

我々が関心のあるところは後者(上記②)、つまり米国が通商政策を相手国に強行した後に現れる「新産業の創生」である。約50年にわたる第二次大戦後の米ソ冷戦の下で、日本の高度成長と米国の対日通商政策の強硬姿勢があり、そして冷戦終結(1989年)、グローバル経済の幕開け時には、世界標準を握る米国の高度な情報通信技術と、そこにビッグネーム企業が独占的に姿を現していた。米インテル社と米マイクロソフト社だ。1950年代に大騒ぎした繊維製品メーカー、それは今、米国には存在しない。繊維製品では、米国は中国他、多くの海外諸国に依存している。1970年代の鉄鋼、カラーテレビも米国の主力産業ではない。鉄鋼は1社に集約され、カラーテレビの残存1社も1995年に韓国LG社に買収され産業としては幕を閉じた。自動車も然りで、今やその世界No.1は中国で、米国の国内販売台数の倍近い規模に成長してしまった。

1920年代に戻っても、その時に米国が国内で保護した農業、繊維産業はその後において同国の成長主力産業に戻ることはなかった(政治的には一定の存在はあるが)。1920年代は乗用車の量産拡大、つまり鉄道から自動車の時代への発展を実現した米国で、都市近郊経済の成長をみる。自動車による移動容易性は、米国が鉄道時代に続く国土的発展の第二弾を実現していく重要な技術開発であった。その後、米国の自動車産業を脅かす競争国として浮かび上がってくる国が日本だ。その登場は1933年、日本自動車会社大手の創業の年。ただ、米国にとって要注意国、通商摩擦の対象にまで日本が躍進するに至るのは1970年代と、50年も後の話である。同時に1970年代の日本は、その初頭に列島改造ブームと言って、地方経済創生期を政策的に描き始める。米国から50年遅れての日本の「マイカー時代」の到来である。その間に米国は自動車産業で十分な先行者メリットを享受してしまっていた、とも解釈できる。そして1980年代には過去30年間において日本が米国への恭順姿勢、数々の自主輸出規制で明け暮れているうちに、米国は自動車に次ぐ、次世代産業の情報通信技術(IT)産業の創出に成功する。

こうして過去を見るに、米国の通商政策には、必ず次世代の産業政策が連携されている様に窺える。我々にとって重要なことは、米国の通商政策強硬の対象品目、そして対象国の行方と並んで、米国が作り出す次世代産業は何かを探り当て、それが潮流になった場合に乗り遅れないことだ。

7. 日本経済に与える影響と「我々の準備」

中国は昨年(2017年)の共産党大会くらいから、悪い喧嘩を米国に売ってしまった印象がある。何故なら、「社会主義現代化強国」、「世界1位の経済大国の示現」等、米国の怒りを買う琴線に触れる言葉が中国から現出するに連れ、米国の対中国通商政策の強硬姿勢が目立ってきたからだ。言うまでもなく、米国は世界有数の技術大国で、特許等の対外使用料収支は名目GDP対比で0.40%の黒字だ。一方の中国は技術輸入国、同比率は0.21%の赤字だ。米国は、中国のIoT、「中国製造2025」(2025年までに中国が世界の製造大国になる目標)が、米国からの知財奪略、無断利用だと牽制している。恐らく米国がここに目くじらを立てる背景には、米国の次世代産業の中核はIoT、「中国製造2025」と被(かぶ)るところが多く、それに関する知財部分を早期に抑え込んでしまいたい、と言う米国の強い思惑が



あるからであろう。そうすると、米中問題はこの先、長期化する。それを前提として、我々としては以下の可能性を考えておかなければならない。

- 1) 米国が知財防衛を強化した場合、中国は経済的且つ軍事的な観点から、ハイテク産業の独自技術の発展と充実を加速させなければならない。その場合、日本の半導体装置産業、同素材産業等、特定分野で日本の高度技術の需要が中国で増す。これは短期的に日本の一部産業にポジティブに作用する。
- 2) 米中問題がこじれて、過去の米ソ冷戦と同じような展開となった場合（米中経済冷戦の時代）、米国の経済同盟国の我が国には、徹底した対中輸出規制と同資本規制（対中経済制裁として）が課せられる。自由貿易が定着しているこの時代には中国への貿易制裁は実効性に乏しいが、既存の中国事業には制限が掛かる可能性があり、これは中期的に日本にネガティブに作用する。
- 3) 米国の次世代高度技術の創生が IoT 分野で進む蓋然性が高いとした場合、その主たる目的である生産性革命に日本の高度技術が製造業で活かされるに違いない。ただ、モノとサービスの一体化の根幹を握るソフト、データ解析のツール、AI 技術、その演算処理チップの設計及び製造の分野で日本が係（かかわ）りあえるかは、現時点では未知数だ。世界の生産性革命の潮流の中で、日本の存在感の不確実性が長期的には懸念されるどころだ。

以上より、暫くどころか、この先も長く、米国の、特に中国に対する通商政策から我々は目が離せない。

以 上





執筆者紹介

佐治 信行(さじ のぶゆき) 1958年 愛知県生まれ
ニッセイアセットマネジメント(株) 運用企画部 リサーチフェロー兼エコノミスト

<学歴・職歴>

1982年 関西学院大学法学部政治学科卒業
1982年 日興証券株式会社(現、SMBC 日興証券)
1999年 興銀証券株式会社(現みずほ証券)エクイティ調査部
2006年 三菱UFJ証券株式会社(現三菱UFJモルガン・スタンレー証券)エクイティリサーチ部
2018年 現職