

Contents *****

特集：米中関係と「アップル・ショック」を考える	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
” What the market turmoil means for 2019” 「市場の混乱が語る 2019 年」	7p
<From the Editor> トランプよりも消費税？	8p

特集：米中関係と「アップル・ショック」を考える

新しい年が始まりました。つくづく 2019 年ほど、経済展望を語るのが難しい年はないと思います。実体経済に関するデータはそんなに悪くないけれども、海外情勢には不安材料がたくさんありますし、株価や為替は 12 月下旬からずっと波乱含み。金融市場はしきりに「先行き警戒」を訴えているようです。

さらに海外情報が乏しくなる年末年始に、米中関係をめぐる重要事件が交錯しています。今週は北京で米中通商協議が行われましたが、先行きは楽観できないのではないのでしょうか。それを前提に年初の「アップル・ショック」を振り返ってみると、2019 年が孕む新たなリスクが浮かび上がります。「第 2 のハイテクバブル崩壊」といったシナリオも、頭の隅に入れておく必要があるのではないかと考えています。

●米国はアジアに何を「再保証」したのか？

年末年始はついついテレビを長時間見てしまう。今年の場合、紅白歌合戦は例年よりも面白かったし、箱根駅伝も見応えがあった。ただしスポーツやエンタメ系番組に気を取られていると、その間に見過ごしてしまうのが「普通のニュース」である。新聞も、新年は分厚いのが届くけれども、中身はつい開けずに済ませてしまう。なにしろ、午前中からアルコールが入っていることが多いもので。

ところが日本以外の国は、年の瀬はちゃんと 12 月 31 日まで働いているし、新年も 1 月 2 日から動き始めていることが多い。ゆえに「年末年始の 1 週間」は、海外ニュースのエアポケットになりがちである。以下のニュースも、多くの読者にとって盲点になっているのではないだろうか。

ひとつは2018年12月31日に、トランプ大統領が署名して「アジア再保証推進法」(ARIA = Asia Reassurance Initiative Act of 2018) が成立した¹ことである。昨年末のレイムダック議会において、上院は全会一致、下院も大多数が賛成した。近年、議会内の対立が先鋭化している中で、これだけ超党派の支持を得た法案もめずらしい。

ARIA 法は中国の影響力拡大に対抗すべく、米国が FOIP（自由で開かれたインド太平洋地域）への関与を強め、日本や豪州など同盟国との関係を強化し、各国の防衛力整備を支援することを表明している。具体策としては、南シナ海などで「航行の自由作戦」を定期的実施することや、アジアの軍事・経済支援に今後5年間で15億ドルを支出することを定めている。

実際に法案を読んでみると、”The President should...”で始まる条文が多い。つまり トランプ大統領に対して、議会がアジア外交に注文をつけている。端的に言ってしまうと、3月1日に期限を迎える米中通商協議を見据えて、「中国と安易なディールをするんじゃないぞ」と釘を刺していると解すべきだろう。

特に目を引くのは、対台湾政策に関する注文である。大統領に対して、「台湾に対する武器売却」と「政府高官の派遣」を要請している。

(b) Arms sales to Taiwan.—The President should conduct regular transfers of defense articles to Taiwan that are tailored to meet the existing and likely future threats from the People’s Republic of China, including supporting the efforts of Taiwan to develop and integrate asymmetric capabilities, as appropriate, including mobile, survivable, and cost-effective capabilities, into its military forces.

(c) Travel.—The President should encourage the travel of highlevel United States officials to Taiwan, in accordance with the Taiwan Travel Act

そこではたと思い当たるのは、今年1月1日は米国が中国との国交を樹立し、台湾（中華民国）との国交を断絶してから40周年に当たることである。1979年当時、世界はまだ冷戦時代であり、当時のカーター政権は中ソを決定的に離間させるために、台湾の切り捨てを決断したわけである。しかし米議会は同年4月に台湾関係法を制定し、従来関係を維持する道を残した。今回の ARIA 法は、40年前の約束を台湾に「再保証」(Reassure) したと見ることもできるだろう。

ARIA 法成立に対し、台湾総統府が「心からの感謝と歓迎の意」を表したことは言うまでもない。それと同時に、中国外務省が「『ひとつの中国』政策に違反しており、強烈的な不満と断固たる反対を表明する」と非難したのも無理からぬことである。

しかし米国における対中観は、ここへきて非常にネガティブなものに転じている。おそらく40年前には、「この巨大な国がいずれ豊かになり、民主化し、しかもその市場は米国に開かれたものになる」という大きな夢があったことだろう。しかし今回、米国は中国への夢を「再保証」(Reassure) することはできなかったことになる。

¹ <https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/2736/text> せめて目次だけでも読んでおきたい。

●米中新冷戦の次なる主戦場は「台湾」か？

年末年始におけるもう一つの重要ニュースは、習近平国家主席が1月2日、台湾に向けた演説を行い、「祖国統一は必須であり必然だ」と「一国二制度」の具体化に向けた政治対話を迫ったことである。外部勢力の干渉や台湾独立分子に対しては、「武力行使を決して放棄しない」とも語っている。米国の ARIA 法成立に反発したせいもあったのかもしれないが、これまでの対台湾政策から大きく踏み込む内容となった。

中国側のこの動きも、実は「40周年」を記念するものであった。1979年1月1日、中国全人代常務委員会が「台湾同胞に告げる書」を発表し、従来の「武力統一・台湾解放」を「平和統一・一国二制度」路線へと転換した。ちょうど鄧小平が権力を掌握し、経済の改革開放に踏み出したタイミングであり、台湾問題も現実路線に舵を切らなければならなかったのである。

それ以降、中国は台湾の存在が「核心的利益」であり、兩岸統一は悲願であると言い続けてきた。これに対し台湾は「統一」も「独立」も志向せず、「現状維持」がコンセンサスであるとしてきた。そして両者のパワーバランスはどんどん中国側に傾斜し、今では台湾と外交関係を持つ国も少なくなっている。

しかし台湾にとって、「一国二制度」は受け入れられないオファーである。1997年に「返還」された香港が、今どんな状態になっているかは誰もが知っている。蔡英文総統はその日のうちに談話を発表し、習近平発言を「絶対に受け入れない」と強調した。

与党・民進党は昨年11月の統一地方選挙で大敗し、蔡英文総統は党主席を引責辞任し、再選も危ぶまれていた。ところが習近平発言のお陰で、低迷していた支持率にも追い風が吹き始めた。逆に野党・国民党は攻め方が難しくなった。よもや「統一」を選挙公約にして、来年の総統選を戦うわけにはいかないからだ。習近平演説は、台湾の民意をわざわざ中国から遠ざける「悪手」であったと言えるだろう。

こうなると米国側も、ARIA法で示した通り台湾への支援を強めざるを得ない。2020年1月に行われる予定の総統選に向けて、米中がともに台湾への影響力を行使し合うようになるのではないか。その場合は、時節柄「フェイクニュース」や「シャープパワー」も飛び交うことになってしまうかもしれない。

安全保障面で米中がかくもガチンコ対決になると、経済面での協力も望み薄になってしまう。米中は今週、北京で次官級の通商協議を行った。トランプ大統領は1月8日に“Talks with China are going very well!”（中国との協議はとてもうまく行っている！）とツイートしていたが、額面通りに受け止めない方がよさそうだ。3月1日の期限までに残された時間はそう長くないし、台湾、南シナ海、ファーウェイなど米中間にはいくつもの問題が転がっているからだ。

● 「アップル・ショック」が意味したこととは？

さて、年末年始における最大の事件は、世界同時株安を招いた「アップル・ショック」であろう。為替相場も、1ドル108円から一気に104円台をつけるという波乱の展開となった。1月4日に大発会を迎えた東京証券取引所は、日経平均が452円81銭安の1万9561円96銭と2万円台を大きく割り込んだ。

その発端は、1月2日にアップル社のティム・クック CEO が株主宛てに送った書簡にある²。昨年10-12月期の売上が、2か月前の見通しの「890~930億ドルから840億ドル程度になりそうだ」と下方修正を伝えている。それだけなら大事件ではないように思えるが、問題はクック CEO の「言い訳」の中身にあった。

ひとつは中国市場の弱さで、「中華圏」(The Greater China)³の落ち込みが、そのまま会社全体の収入減になると伝えている。中国経済の減速が予想以上に深刻だという見方は、この直後に発表された12月PMIが1年7か月ぶりに50を割り込んだことで裏付けられ、世界的な景気後退への警戒感が強まることになった。

もうひとつはiPhoneの需要が弱含んでいることで、それはドル高や競争激化、さらには消費者行動の変化(例えば新機種に買い替える代わりに、バッテリーを交換するようになったこと!)などを指摘している。要はスマートフォン市場も成熟化してきた、ということに尽きる。なにしろiPhoneが初登場したのは、ひと回り前の亥年の2007年のこと。スティーブ・ジョブズも既にこの世を去り、アップル社の「画期的な新製品」もだんだんと色褪せてきたように見える。

さらに先に上げた2つのニュースで示された通り、2019年の米中関係が決定的に悪化するのであれば、アップル社に先導されてきたハイテクブーム全体を見直す必要があるだろう。アップル社は「GAFA」と呼ばれる「プラットフォーム」企業の代表格だが、なぜそんな大成功を収めることができたかと言えば、「米国で設計し、中国で製造して、全世界で販売する」という「いいところ取り」ができたからだ。アップル社はいわばグローバルズの申し子の存在であった。さらに言えば日本の電子部品メーカーも、部品供給という形でその恩恵に浴してきたことは言うまでもない。

ちなみに昨年夏には時価総額が1兆ドルを超えて、世界最大を誇ったアップル社も今週は7019億ドルと第4位に落ちている。①アマゾン(7967億ドル)、②マイクロソフト(7835億ドル)、③アルファベット(7456億ドル)などの後塵を拝し、GAFAもずいぶん景色が変わったように見える。ちなみに18年8月末時点では、①アップル1兆0994億ドル、②アマゾン9816億ドル、③マイクロソフト8613億ドル、④アルファベット8521億ドルであった(アルファベットはグーグルの親会社)。

² “Letter from Tim Cook to Apple investors” アップル社のHPで全文が掲載されている。
https://www.apple.com/newsroom/2019/01/letter-from-tim-cook-to-apple-investors/?mod=article_inline&mod=article_inline&mod=article_inline

³ アップル社は、中国に台湾と香港を加えてこういう呼び方をしている。

●IT 革命は 2 度目の調整期に入る？

今年、米中の対立がエスカレートすると、「高品質な製品を廉価に製造できる」というグローバリズムが過去のものになってしまうかもしれない。その場合、アップル社のビジネスモデルは、根本から見直されることになるだろう。GAFA もその株価の一定部分はバブルだった、ということになるのではないだろうか。

○20 世紀と 21 世紀、2 つの IT 革命

	主な出来事	中心企業	特色
20 世紀の IT 革命 (クリントン政権) 1995～2000	インターネット誕生 Win95 登場 ケータイ普及	ウィンテル + ソニー、任天堂	ハード中心 (キャッシュフロー ができず)
反動期 (ブッシュ政権) 2001～2006 くらい	ハイテクバブル崩壊 調整期	エンロン GE、エクソンなど	オールドエコノミー が復権
21 世紀の IT 革命 (オバマ政権) 2007～2018？	iPhone 登場 SNS、配信サイト AI、Big Data、5G	GAFA + アリババ、テンセント	ソフト中心 (グローバル化が前提)
再び調整期へ？ (トランプ政権) 2019～	アップル・ショック	??	国内製造への回帰

今回の「アップル・ショック」を、2000 年のハイテクバブル崩壊と比較してみよう。

われわれが知る「IT 革命」には、20 世紀版と 21 世紀版があった。**20 世紀版の IT 革命は、パソコンや携帯電話といったハードウェア中心に進んだ。**1990 年代後半に電子メールやホームページ、エクセルやパワポなどが短期間に普及し、「ウィンテル」と呼ばれるマイクロソフトやインテルが持て囃された。この時期は日本企業もまだ元気で、ソニーや任天堂は十分に「勝ち組」に属していたと言っていいたいだろう。

ところが、「IT 革命で確かに便利にはなったけど、どうやってカネを稼ぐのか」という点に答えがなかった。新興のネットベンチャーがいくら時価総額を膨らませても、持続的にキャッシュを生み出す仕組みは作れなかった。かくして 2000 年春、アメリカでは「ミレニアム相場」に沸いていたナスダック市場が失速し、日本ではソフトバンクや光通信の株価が地に落ちた。ハイテク産業の復活には長い時間を要することになる。

それとは対照的に、**21 世紀版の IT 革命はソフトウェア中心で静かに進行した。**特にアップル社が送り出した数々の新製品は、新しいサービスのプラットフォームとなった。この間に普及したのが e コマースであり、SNS であり、音楽や動画配信サイトであり、電子決済などである。さまざまな方法で「課金」システムが生み出されたので、新しい国際標準を生み出すプラットフォーマー企業は向かうところ敵なしとなった。

そんな中で日本企業は、アリババやテンセントといった中国企業の後塵を拝し、遺憾ながら「下請け」の立場に甘んじている。かろうじて半導体製造装置などを得意分野としているが、仮に「第2のハイテクバブル崩壊」となればその直撃を受けることだろう。

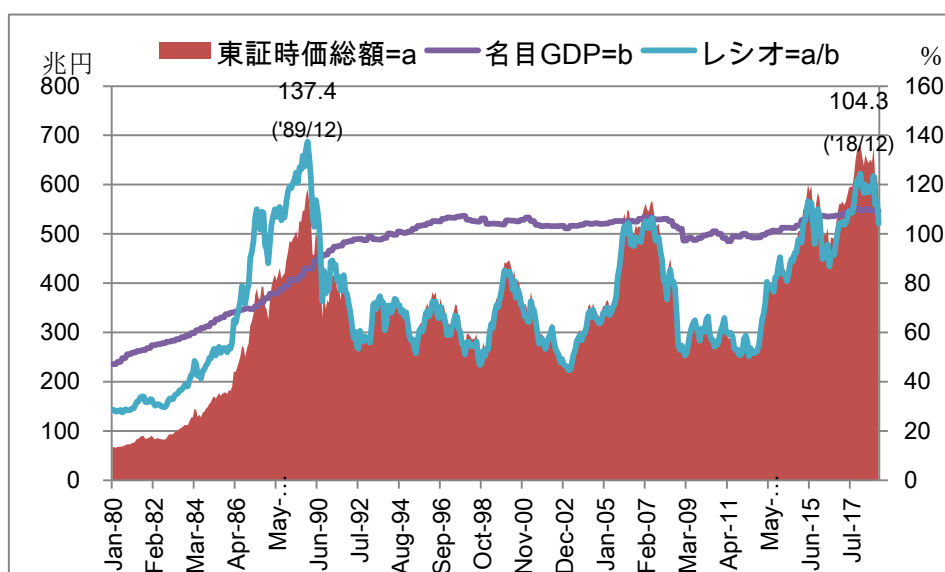
現在進行中の21世紀版IT革命は、AIやビッグデータ、5Gなどによる次なるステージへと続くものと目されている。最近ではお役所の文書の中にまで、「第4次産業革命」とか「Society 5.0」といったバズワードが登場する。しかるにその先に浮かぶ未来は、かならずしもバラ色ではないのではないか。自動運転が実現し、交通渋滞が解消するといったポジティブな変化は大いに結構である。ところが最近の中国で実際に起きたように、数万人規模のコンサート会場からたった1人の指名手配犯が画像認証技術によって割り出される…といった事案を聞くと、そんな世の中は勘弁してほしいと思いたくなる。

●少なくとも日本株はまだバブルではない？

今週の世界の株価は、パウエル米連銀議長のハト派発言を受けて上昇に転じた。お蔭で「バブル崩壊」には至っていない。とはいうものの、Brexitなど今年のリスクのひとつとして、上記の可能性を頭の片隅に入れておいても良いのではないかと思う。

そこで久しぶりに、「バフェット・ルール」に基づく日本の株価のグラフを作ってみた。昨年末時点の東証時価総額は、名目GDPを上回ることでわずか4%であった。大きく下げたように見えても、「ほどほどの水準」ということになる。逆に2016年11月以降はずっと100を超えていた。つまり日経平均で今の2万円前後はちょうど頃合いであり、とりあえず日本株はバブルとは言えないようである。

○東証株価と名目GDPの比較



<先週の”The Economist”誌から>

”What the market turmoil means for 2019”

「市場の混乱が語る 2019 年」

Finance and economics

January 5th, 2018

今年最初の号の The Economist 誌ですが、ちゃんと年初の株式市場の混乱ぶりが取り上げられています。米連銀に対しては利上げを急がず、安全運転をと勧めています。

<抄訳>

ゆるゆる 10 月、のろのろ 11 月を超えて、11/30~12/24 で株価は 15%減となった。S&P500 指数は年初比 6%下げ。2019 年の初取引は大荒れで、アジアや欧州にも飛び火した。アップル社は決算の 10%下方修正を発表し、中国経済減速と新興市場の販売不振を警告した。

投資家のリスク回避姿勢は債券市場に顕著で、イールドスプレッドが広がっている。安全資産を求めて、10 年物米国債の利回りは 2.98%から 2.63%へ下落。長短金利差はほとんどフラットで、市場は低成長化を見込んでみるとみられる。JP モルガン社の株式市場モデルによれば、2019 年の米国が景気後退入りする確率は 91%にも達するという。

投資家が怯える理由はほかにもある。昨年のトランプ減税の効果は間もなく剥落しよう。中国や欧州の景気は減速中。関税と通商摩擦が投資を抑制する。利益見通しも縮小している。米政権の失策も市場の神経を逆撫でする。政府閉鎖はさらなる政争の前触れだ。ムニューシン長官が 12/23 に銀行に流動性供給を求めたのも逆効果だった。トランプ氏によるパウエル議長解任説も、政権の管理能力を疑わせるものであった。

しかし最大の懸念は米連銀そのものだ。成長に陰りが出る中で、12 月の FOMC は 4 度目の利上げを決定。パウエル氏は資産減らしを「自動的に」続けると語った。2019 年の利上げ回数予想は FOMC 中央値で 2~3 回だが、先物市場ではゼロとなっている。金融政策当事者がかくも投資家と食い違うのは、米国経済が一見好調だから。雇用情勢は堅調で消費者信頼感 10 年ぶりの高さ。こちらのモデルでは 19 年の景気後退確率は 26%となる。

市場の不安と景気の活況の差はいずれ縮小するだろう。株主は支出を減らすだろうし、株安で企業マインドが冷えれば投資も滞る。実体経済も巻き添えになりかねない。

この 20 年くらい、株価低迷が続くと連銀は成長見通しを下げる。すると金融は緩和気味となる。12/19 の利上げ後決定、パウエル氏は不確実性が景気を妨げることは考えにくく、成長とインフレ見通しも少し下げたと述べた。幸いなことに、利上げを急がなくても良い状況ゆえ、性急な引き締めは避けることができる。連銀に見えないものに投資家が気づいていることだってある。安全運転のためには、必要とあれば軌道修正すべきだろう。

株式市場があと数週間で自律的に反転する可能性はある。それでも連銀は、金利は「データ次第」だと再び強調している。中央銀行の物言いとしてはいささか予測可能性に欠ける。来たる 2019 年は波乱含みであろうし、投資家はそれに慣れなければなるまい。

<From the Editor> トランプよりも消費税？

明けましておめでとうございます。本年もどうぞご愛読を賜りたく存じます。

2019年が実質的に始まったこの1週間、あちこちの新年会に出席したり、「新春経済講演会」の講師をこなしたりしております。つくづく年が変わると気分も改まるもので、昨年とは明らかに世間の興味や関心の傾向が変わってきているように感じます。

端的に言えば、トランプ大統領や米国政治の話題はもう飽きられている。今週のトランプさんは、ホワイトハウスから「メキシコ国境との壁の建設」を求める演説を中継しましたが、国民からの反響はどうやら「不発」。史上最長記録を更新した政府閉鎖を何とか打開したいのですが、いつもチェックしている Rasmussen の世論調査でもトランプ政権支持率は下降気味。そろそろ「飽きる、慣れる、忘れる」の域に達しつつあるようです。

逆に関心が高いのは国内ネタ、特に「新元号」や「消費税」ですね。昨年から何かにつけて、「平成最後の…」と冠せられることが続いたせいか、SNS 上では「#いちばんかっこいい新元号を考えたやつが優勝」などというハッシュタグが誕生している模様です。

消費税については、2019年度予算の政府原案が出来ている手前、さすがにもう延期はないでしょう。軽減税率の問題もさることながら、「増税対策」はため息が出る程で、自動車・住宅購入支援、プレミアム付き商品券、キャッシュレス決済のポイント還元、国土強靱化に向けた公共事業まで、ほとんど至れり尽くせりです。某所の新年会に出席したところ、挨拶に立った政治家が「十分に措置をしましたから、不動産を買われる方は10月以降にされる方が有利です」と言っていたのには驚きました。お金持ちはそれでいいでしょうけれども、本当に2%の負担増に苦しむ人たちの対策になっているのでしょうか？

増税による歳入増以上の「消費税対策」を行う、というのは一見、妙なことに思われます。でも、きっと政府にはこんな思惑があるんじゃないでしょうか。

「消費税はいずれかならず20%くらいになる。それまでに1回くらい、『税率を上げたけれども何ともなかった』というサクセスストーリーを作っておきたい。上げるたびに景気が腰折れしたり、内閣が倒れたりするようなことはもう終わりにしたい…」。

「そんなの聞いてないよ！」と怒られそうな気がしますが、別に私がそう言っているわけじゃないですからね。

* 次号は2019年1月25日（金）にお送りします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までをお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com