

2020年1月

米中貿易協議の合意が意味するものを再検証する



Nathan Sheets, PhD.

チーフ・エコノミスト

グローバル・マクロ経済リサーチ責任者



George Jiranek

アナリスト

グローバル・マクロ経済リサーチ

下記のレポートも参照ください。



2019年4月発行

WWW.PGIMFIXEDINCOME.COM

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

米中貿易協議が第1段階の合意に達したことにより貿易戦争はひとまず停戦したが、今回の合意は、我々が昨年発行したレポート「[米中貿易協議の合意が意味するもの：誰が勝者で、誰が敗者なのか?](#)」で取り上げた幾つかの根深い問題を浮き彫りにする内容となっている。

合意の詳細については既に色々な媒体によって取り上げられているが、簡単に言えば、両者はある程度の譲歩をしたことになる。米国は予定されていた関税引き上げを中止し、限定的ではあるが適用済みの関税を引き下げた。さらに、米国財務省は昨夏に中国を「為替操作国」に認定していたが、これについても解除した。これに対して中国は、知的財産権保護の強化、外資系企業への金融市場のさらなる開放、人民元政策の透明性の確保、そして米国からの輸入を2020年には770億米ドル、2021年には1,230億米ドル(対2017年比)増加させることを約束した。¹

米国からの輸入を大幅に増加させるという中国側の約束は、少なくともその履行期限が設定されたという点で、合意の最も重要な要素となっているという印象を受ける。合意内容の履行に向け中国が最大限に誠実な努力をしていると米国が見なせば、トランプ大統領が今回の合意を反故にし、停戦を破ることはないであろう。今のところ、今回の合意によって期待できる大幅な売上増加の見込みが、トランプ大統領再選の追い風になっている。

しかし、今回署名された合意事項の実現可能性については一連の疑問が持ち上がる。中国は約束通りに輸入を増加させることができるのだろうか。もし可能であるとするならば、どのように達成するのか。そして、今回の合意内容は広く世界経済にどのような影響を及ぼすのだろうか。誰が勝者で、誰が敗者になってしまうのか。

こうした問題は、まさに我々が以前のレポートで検証を行ったものである。そして、本稿で取り上げている多くの論点は、以前に行なった検証に大きく依拠している。検証によると、米国からの輸入を増加させるという中国の約束は、それなりに難しいもの(製造業やサービス業)から、かなり難しいもの(農業やエネルギー)まで多岐にわたる。こうした懸念はあるものの、今回の合意によって今後1年間に貿易戦争が激化する可能性が大幅に低下し、これが経済的な信頼性と市場への支援材料になると我々は考えている。

中国の輸入拡大計画を検証する-実現可能か?

以前にリリースしたレポートにおいて、我々は中国による米国からの輸入拡大が及ぼす潜在的な影響の大きさについて詳細な検証を行った。今回署名された合意内容を踏まえると、以下の通りとなる(図1)。この表から、いくつかのことが明らかになる。

¹ 今後2年間の増加目標を合算すると、合計で2,000億米ドルの輸入増ということになる。

第1に、中国が約束した貿易拡大は、既存の貿易量と比較しても大幅な増加となる。例えば、中国は2021年までに米国からのエネルギー購入を340億米ドル増やすことを約束しているが、これに対して基準となる2017年の購入額は70億米ドルに留まる。同様に、農産品の増加額は200億米ドルとしているが、これは現在の輸入額である240億米ドルからほぼ倍増することになる。中国による米国からの輸入額は、2021年までに合計で1,230億米ドル拡大することが見込まれており、これは2017年比で80%増を意味する。

図1：第1段階の合意内容(10億米ドル)

	中国の 米国からの輸入額			中国の 世界からの輸入額	米国の 世界への輸出額	中国の 米国からの輸入額
	実績	合意に基づく増加額*		実績	実績	当社試算による 実現可能な増加額*
	2017年	2020年	2021年	2017年	2017年	2024年
工業品	78	33	45	872	758	61**
農産品	24	13	20	123	150	12
エネルギー	7	19	34	214	84	20
サービス	40	13	25	287	337	--
合計	150	77	123	1,496	1,328	--
合計(サービス除く)	109	64	98	1,209	991	93

*基準となる2017年との対比。**自動車、航空機、電子機器の輸入増加額の合計。

出所：国連商品貿易統計データベース、米国経済分析局（サービスについて）、米国財務省、および中国国家外為管理局。

第2に、今回合意された貿易拡大の目標額は、[昨年リリースしたレポート](#)の検証結果に、いくつかの重要な点で酷似している。最も特筆すべき類似点は、我々が試算した工業品、農産品、エネルギーの実現可能な貿易拡大額合計が930億米ドルであったのに対し、今回合意されたサービス分野を除く貿易拡大額の合計が980億米ドルであったということである。ただ、我々は貿易拡大の履行期限は2024年までと予想しており、また上述の拡大額が実現可能な上限であろうと見ていた。今回の合意は、我々が想定していた水準とほぼ同程度の貿易拡大額を、より早急に達成させる内容になっている。さら言うと、我々が試算した農産品とエネルギーの実現可能な貿易拡大額は、それぞれの1年目の増加目標額とほぼ同額（その誤差は10億米ドル以内）となっている。しかし、今回の合意では、2021年までにさらに大幅な増加目標が設定されている。最後に、我々が試算した工業品の実現可能な貿易拡大額は合意内容を若干上回るものであった。これは、1,000億米ドルを超える半導体の輸入増加が検討されているとの当時の報道を受け、こうした可能性を積極的に織り込んだものであった。

第3に、我々の前回のレポートはサービス分野での輸入増を考慮に入れていなかった。これは、米国政府がサービス分野の輸入拡大を交渉材料に加えることにほとんど関心がないように思われたためである。しかしながら、レポートの結論で以下のような指摘をしている。

加えて、意外にも米国政府は、中国におけるサービス市場のさらなる開放を優先課題としていないように見受けられる。米国はサービス分野における競争力を有しており、この分野では中国に対して貿易黒字となっている。にもかかわらず、米国政府は主に物品の貿易に焦点を当ててきた。しかし、ITサービス、コンサルティング、エンターテインメント、広告、金融サービスを提供する米国企業の中国市場へのアクセス拡大が、輸出総額を大きく押し上げることは明らかである。

このように、貿易協定にサービス分野を含めることは建設的であり、この分野において大きな牽引力が生まれる可能性があると考えている。さらに、知的財産所有権の強化に向けて中国が取り組むべき課題は依然として多いものの、同国が予定している施策によってサービス分野の貿易拡大が促されるであろう。

こうした議論は、結局のところ根本的な疑問に行き着く。つまり、合意された目標は達成可能なのかということだ。項目別に見てみると、工業品とサービス分野に関しては非常に楽観的な見方ができる。これらのカテゴリーは裾野が広く、米国側には大きな供給能力があり、また中国側にも十分な需要があるはずだ。合意された輸入増額は簡単なものではないが、これら2つのカテゴリーにおいて米国からの輸入量を大幅に拡大することは可能だと思われる。対照的に、わずか2年間という履行期限を考えると、農産品とエネルギーの貿易拡大目標の達成はより難しいように見える。

とりわけ、第1段階の合意に関する発表を行った際に、トランプ大統領はこの問題についてそれとなく触れている。例えば、農産品の輸入拡大目標を達成するために、米国の農家は「すぐに大きなトラクターを手に入れた方がいい」とトランプ大統領は発言したが、この発言は、今回の合意には履行期限が含まれており、これと整合するように貿易量が拡大されなくてはならないという根本的な懸念事項について強調したものであったと言える。野

心的な合意内容の発表は、トランプ大統領に政治的な便益をもたらした。一方で中国は、この目標を達成するのに苦戦を強いられる可能性がある。このことは、時間の経過とともに、特に2021年を迎えるにつれ、今回の合意が徐々に形骸化していく可能性があることを示唆している。

より広い視野で考察する

その他にも、より広い視野で考察されるべき懸念事項が幾つかある。第1に、想定されている輸入量拡大の規模は、おそらく中国経済の有機的な成長によって達成できる水準ではないだろう。むしろ、中国の国有企業、あるいは政府が、合意した貿易量増加目標の多くを担う必要性が生じる可能性が高い。だとすれば、米国製品に対する需要が持続的に増加する訳ではないという状況を踏まえれば、多くの米国製品の在庫が積み上がることになるのかも知れない。したがって、今回の合意は、一般的に米国が奨励してきた市場を基盤とした改革というよりも、中央政府が目標を掲げそれを達成するためにあらゆる手段を尽くすという中央指令型経済の性質を持っているように見受けられる。米国製品の輸入増は、米国の輸出業者には間違いなく歓迎されるだろうが、市場を基盤とした改革の勢いに逆行しかねない今回の合意内容は、時間の経過とともに中国と世界経済に悪影響を与えるかも知れない。

これと関連する懸念点であるが、例え何らかの形で目標が達成されたとしても、中国全体の輸入額が2,000億米ドル増加する可能性は低い。言い換えれば、米国からの輸入増は、他国からの輸入減を引き起こす可能性が高い。我々の検証データによると、ブラジルからの農産品輸入、オーストラリア、ロシア、サウジアラビア、アンゴラからのエネルギー輸入、幅広いアジア諸国からのテクノロジーおよび電子機器輸入、そしておそらくEUからの自動車輸入が減少する可能性が高い。一方で、米国からのサービス輸入の拡大は、中国の輸入額純増に寄与する可能性が高いと我々は考えている。仮に、より公平な条件で中国国内企業と競争する機会が与えられるようであれば、米国のサービス・プロバイダーは現在中国市場では入手できないサービスを提供できるだろう。

もう1つの懸念は、中国による米国製品の輸入拡大が、実際に米国製品全体の売上高をどの程度押し上げるかということである。例えば、米国の大豆生産者が主に他国に輸出していた大豆を中国向け輸出に振り替えるとなれば、それに対応してブラジルなどの国は、中国に輸出していた大豆をこうした国々向けの輸出に振り替える可能性が高い。つまり、これによって**非効率的な貿易関係の再編成**が生じるに過ぎず、各国の売上高にはほとんど影響を及ぼさない。このことは、貿易の自由化に対しては多国間、あるいは少なくとも広範な国を巻き込んだアプローチが有意義であることを強調している。多くの国で同時に貿易障壁が取り除かれることで、単に既存の輸出先を別の輸出先に振り替えるというのではなく、貿易の新しい機会が創出される。

最後に、差し迫った懸念として、今回の合意がマクロ経済の見通しにどのような影響を与えるかが挙げられる。少なくとも今後1年は、トランプ大統領および習国家主席ともに、今回合意した枠組みを維持したいと考えるだけの事情があると我々は見ている。トランプ大統領にとって、今回の中国との合意は大統領選のキャンペーンで訴求できる具体的な成果である。選挙期間中に貿易戦争が再び激化するようなことがあれば、経済や市場は混乱し、トランプ大統領にとって望ましくない状況となる可能性がある。習国家主席は、自国経済減速への対応、財政の健全化、香港で発生しているデモ活動の収束に手一杯な状況である。例え一時的であったとしても、米中貿易戦争が停戦することで、こうした緊急度の高い課題への対応が可能になる。

とは言え、今回の合意によって今後1年間は米中貿易摩擦が深刻化する可能性が大幅に低下し、については最大の景気後退リスクは当面は排除されたものと我々は考えている。これによって今後1年にわたる市場の不確実性は低下し、リスク・オンの姿勢を下支えするものと考えられる。ただ、今回の合意は米中関係の長期的な緊張を解消するものではない。特に中国が約束した輸入拡大を履行できなかったような場合には、トランプ大統領再選後に再び貿易戦争を激化させる可能性がある。こうした理由により、今回の合意は、企業業績の大幅な拡大および投資の回復を支えるのに十分なものでないとの懸念を我々は持っている。さらに、知的所有権、技術移転、国有企業の存在、外国企業への市場開放など、そもそも貿易戦争の引き金となっている幾つかの中国経済が抱える深刻な構造問題について、依然として多くの対応が必要とされている。

留意事項 1

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2020年1月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク (PFI) の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iv) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

欧州経済領域 (EEA) では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁 (Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。

（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構 (FCA) の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下であり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

2020-0499

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"The Implications of the U.S.-China Trade Deal Revisited"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ202001290101