

# 米中関係を左右する3つの問題

PERSPECTIVES | 2021年3月



**GERWIN BELL, PhD**

アジア地域リード・エコノミスト、  
グローバル・マクロ経済リサーチ



**MEHILL MARKU**

シニア・インベストメント・ストラテジスト

- 先日の米中高官による直接会談は、両国関係が最も悪化した状況で開催された。トランプ政権下では超党派の支持を得て対中政策の転換が急がれた。しかし、その実施に手間取り、戦略的な関与を図った米国の政策は事実上失敗に終わっている。これが、過去40年の間で国際的な存在感を高めてきた中国の台頭を決定的なものにした。
- こうした状況を踏まえ、今後数年にわたる米中関係を左右すると考えられる3つの論点である、投資、テクノロジー、国家安全保障について本稿で検証する。
- 外交的な緊張が緩和し、両国が相互利益を得られるような分野での連携が実現する可能性はあるが、中国に対する米国のスタンスが根本的に変化するとは考えにくい。
- これに加え、次第に緊張が高まりつつある米中関係に対し、中国は依然として態度を保留しており、金融市場では当リスクが過小評価されている。

## 米中高官による直接会談の背景

最も基本的な部分に目を向ければ、米中の新たな、これまで以上に敵対的な関係は、地政学アナリストの間で広く使用されている言葉を借りれば、「中国の世紀（Chinese Century）」を通して同国が経済大国として絶え間なく躍進を続けているように見受けられることに対する懸念の高まりが反映されたものである。しかし、こうした懸念に関しては、両国が現在置かれている立場を考慮する必要がある。

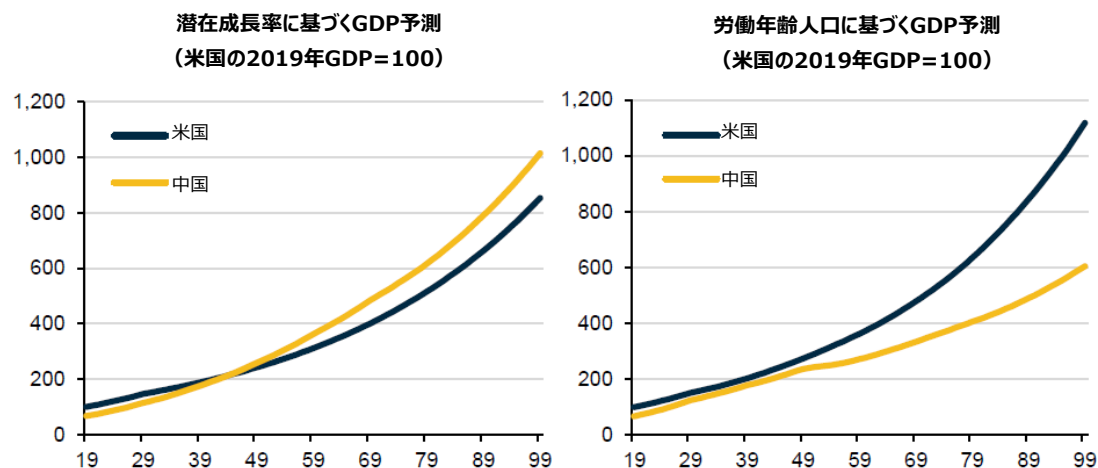
確かに、中国は世界第2位の経済大国であり、世界第1位の米国を更に追い上げる大きな余力も残っている。しかし、中国の労働年齢人口は既に減少に転じており、生産性を向上させることは次第に難しくなっている。

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。

図1は、このような中国の問題を示したものである。過去のGDP成長率のトレンドに基づいて単純に予測すると、中国は今世紀中にも世界第1位の経済大国となる見込みである（左図）。しかし、労働年齢人口の見通しや生産性の伸びのトレンドを考慮して見通しを修正すると、米国の方が優位となる。そして何よりも、こうした米中の力関係が、特にテクノロジーと生産性を考えた場合、長期的な両国の覇権争いの展開を左右すると我々は見ている。

**図1：生産性と労働年齢人口によって、中国の長期的な経済見通しが左右される**

こうした米中の力関係が、特にテクノロジーと生産性を考えた場合、長期的な両国の覇権争いの展開を左右すると我々は見ている。



出所：PGIMフィクスト・インカム、2021年3月現在

中国が軍事的な存在感を高めていることに加え、中国共産党中央委員会総書記である習近平の下で同国の外交および経済の影響力は世界的に拡大しており、米中間のパワーバランスが不可逆的に変化するのではないかと懸念を米国は強めている。こうした状況に対応するために、バイデン政権は対中政策全体の戦略的な見直しに着手した。このような対中政策の見直しがどのような結果となるか現時点ではまだ不明だが、バイデン大統領や政府高官による最近の発言を見れば、米国は政策を抜本的に変更するのではなく、むしろ政策を軌道修正する可能性が示されている。

これによって、トランプ政権以前の状態に戻したいと考える中国政府の意欲が削がれる可能性があり、その結果、中国は世界的に一段と強硬なスタンスを貫こうとする可能性がある。

中国の貿易慣行が米国や米国の労働者に経済的な損害を与えているとの見方が、引き続き政策当局やメディアの関心を集めると思われる。一方で、今後の米中関係は、次第に3つの主要な問題点を巡って議論されるようになるだろう。こうした3つの問題点として、中国が自国の戦略的目標を達成するために貿易および経済的な繋がりを大々的に利用しようとしていること、テクノロジー分野において覇権を握ろうとしていること、および南シナ海や東シナ海域における地政学的な緊張の高まり、香港に対する統制の強化、少数民族や宗教的少数派を含む国内の反体制勢力に対する抑圧などの国家安全保障上の問題が挙げられる。

それぞれの問題点について、我々は今後の展開を以下のように見ている。

**中国による経済力の利用**：中国の米国からの輸入は依然として目標を大きく下回っており、貿易交渉を巡るいわゆる「第1段階の合意」の行方が引き続きメディアの注目を集めている（図2）。一方で、最近になって特に農産品を中心として中国による購入が加速しているなど、米中ともに合意を維持する意向を示している。

しかし、貿易だけに目を奪われると、より重要な点を見逃すことになる。米国企業および米国企業の中国における関連会社の売上高が米国からの輸入額を大幅に上回っていることを踏まえ、中国は自国の市場規模をうまく利用しようとするかもしれない（図3）。また、[中国とEUが合意した包括的投資協定](#)によって、それまで中国でビジネス展開していた米国企業の同国市場へのアクセスは不要だと見なされ、これを受けて同国市場へのアクセスが制限されたり、取り消されたりする可能性が生じるなど、潜在的なリスクが浮き彫りとなっている。

図2：依然として第1段階の合意で定めた目標に達していない

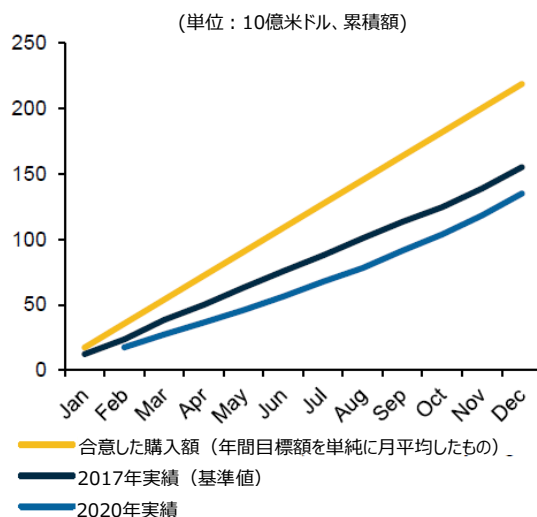


図3：しかし、貿易だけに目を奪われると、より重要な点を見逃すことになる

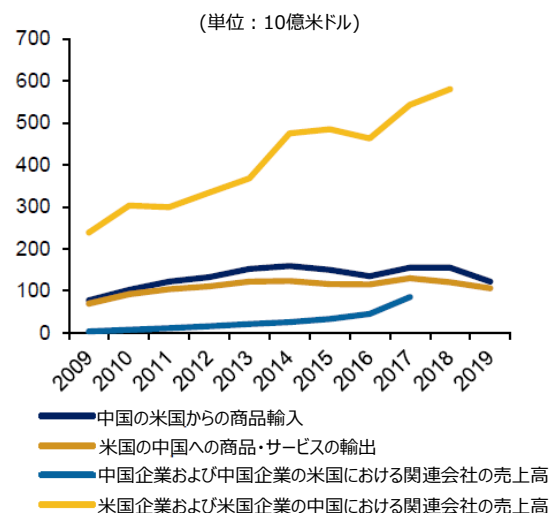


図2の出所：PGIMフィクスト・インカム、中国税関、IMFスタッフ算出。図3の出所：ハイパー・アナリティクス、CEIC、IMFスタッフ算出。注記：2020年の年間目標額は2,190億米ドル。これは、中国が貿易交渉を巡る「第1段階の合意」に含まれない米国製品の輸入額を2017年と同額の470億米ドルに維持するとの想定に基づく。

**テクノロジー分野における競争**：テクノロジーは米中間に横たわる最も重要な問題である。中国はテクノロジーを駆使した生産性向上に対して大きな必要性を感じているが、米国は自国が有するテクノロジー分野での大きな優位性を戦略的競争相手に引き渡したくないと考えている。テクノロジーは国家安全保障にも関わってくるため、貿易規制の大幅な緩和は考えにくく、バイデン政権は既存の大部分の規制を今後も維持する考えを既に示している。中国側は、米国が防衛分野で使用しているレアアースの輸出を禁止する方向性であることを公表している一方で、米国の同盟国が中国の5G技術を採用するよう引き続き要請している。

その結果、5Gや人工知能などの他の新たなテクノロジー分野において、世界的に二極化されたプラットフォームが出現する可能性が高い。これは、多額の投資にも拘わらず、近年ではマイクロチップや航空機エンジンなどの分野において世界標準の技術水準に到達できないでいる中国にとって、ある程度の障害になると考えられる。更に、国際通貨基金（IMF）は最近になって、中国が再び国家主導型の経済モデルに軸足を置くようになったことで技術革新が阻害されており、主要セクターにおける大幅な生産性ギャップが更に拡大している（世界の最上位国を70%下回っている）との推計を発表した。中国による報復措置に関して言えば、過去の経験に基づくと、レアアースの禁輸によって相手国に持続的な打撃を与えられる可能性は低い。何故なら、調達コストがかさむ可能性があるとは言え、代替品を手に入れることができると考えられるためである。

**国家安全保障および地政学的リスク**：バイデン政権は中国に関する問題に対処するため、同じような価値観を持つ同盟国と協力することの重要性を強調しているが、中国政府もその脅威を十分に理解している。一方で、米国が協調体制の構築に成功するかどうかは全く見通せない。中国は、アジアや欧州

テクノロジーは米中間に横たわる最も重要な問題である。中国はテクノロジーを駆使した生産性向上に対する大きな必要性を認識しているが、米国は自国が有するテクノロジー分野での大きな優位性を戦略的競争相手に引き渡したくないと考えている。

における米国の同盟国に対して経済および政治の面で大きな影響力を有しており、今後も引き続き多くの国を米国から引き離そうとするだろう。

中国による報復措置を恐れて、多くの同盟国は反中国的な姿勢を公然と支持して中国を排除するようなことはしないだろう。そのため、米国の新たな対中戦略が十分に練られたものだったとしても、バイデン政権はそれを実行する上で大きな障害に直面する可能性がある。ただし、これは、米中両国が気候変動などの「両国が相互利益を得られる」ような分野において、建設的な関係を築くことができないことを意味するものではない。

歴史学者は、既存の覇権国と新たに台頭してきた大国の間のライバル関係がこじれると、武力衝突に発展しかねないという、いわゆる「トゥキディデスの罠」に陥るリスクについて強調している。我々は、これを基本シナリオとはしていない。しかし、こうした見方は、極端なテールイベントが発生するリスクがあることを明確に示すものである。一方で米国が、自国に有利に働くように、アジア太平洋地域における同盟国との関係を回復および再構築することで、同地域のパワーバランスに対して更なる影響力を得ようと努めることにより、最も差し迫ったリスクが生じる可能性がある。これに加え、中国における共産党主導のモデルに対抗して西側諸国の民主主義的な価値観に基づくモデルを再活性化させようとする米国の動きも相俟って、アジア太平洋地域における米国および同盟国の軍事的な勢力図は変化しており、これが同地域の安定を脅かしている。

台湾に関して言えば、明らかにこうした問題が密接に関連している。中国による台湾併合の脅威は実際に存在しており、また現実味を帯びている。中国は台湾海峡における軍事的プレゼンスを高め、近隣の島々で台湾侵攻を想定した軍事訓練を行っている。更に最近では、中国軍はバイデン政権に軍事力を誇示するべく台湾領空への侵入を繰り返している。これに対し、バイデン大統領は台湾に対する米国の「揺るぎない」関与を改めて表明した。

米国は台湾の防衛能力を高めるよう法的に義務づけられているため、このような台湾に対する明白な支援が今後も維持されるのはほぼ間違いない。ただし、台湾が中国からの完全な独立を求めない限り、台湾を巡って米中が軍事的に対立するリスクは依然として低いと思われる。

しかし、依然として米中間に経済的および軍事的な格差が存在するという前提では、中国による香港統合を加速させる動きに対する西側諸国の反応は主に口先だけの介入に留まっていることから、中国は台湾に対する主権をより強硬に主張する可能性がある。これは、市場がこれまで概ね見過ごしてきたリスクである。

## 結論

バイデン政権は米中関係について政策を仕切り直す考えを示しているが、我々は引き続き本稿で取り上げた3つの難しい問題によって世界第1位と第2位の経済大国の関係が左右されると考えている。

貿易交渉を巡る合意の行方がどうなるก็ตาม、中国は米国企業および米国企業の中国における関連会社に認めている市場アクセスを通じ、大きな経済的影響力を行使することができる。また、米中間ではテクノロジー分野における「軍拡競争」も予想され、多くの最先端テクノロジー分野で競合するプラットフォームが出現する可能性が高い。さらに、米中を取り巻く地政学的リスクも注視する必要がある。中国は米国の同盟国との関係を強化しようと努める一方で、台湾に対して強硬な姿勢を続けると予想される。

それほど摩擦が大きくない分野では、両国が相互利益を得られるような分野での連携が実現する可能性はあるが、本稿で取り上げた3つの問題によって米中関係が冷え込み、これに伴って将来的な投資リスクがもたらされる可能性がある。



## 留意事項 1

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、プルデンシャル・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。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。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. (iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(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）。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなか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、プルデンシャル・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もありません。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、受託者としての役割を果たしているものではありません。特定の投資ニーズに関する情報が**必要なお客様は、金融の専門家にお問い合わせください**。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、および意見について示したものです。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いません。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、およびこ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。

**英国**では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが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、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) **欧州経済領域 (EEA)** では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第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されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、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の監督下にあり (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) **カナダ**では、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されおらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。**ケベック州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、**ブリティッシュコロンビア州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、**オンタリオ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、**ノバスコシア州**：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、**アルバータ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

2021-2597

## 留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Three Focal Points for the U.S.-China Relationship"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。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成された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。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“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

PGIMJ80372