



**Nathan Sheets, PhD.**

チーフ・エコノミスト

グローバル・マクロエコノミック・リサーチ責任者



**George Jiranek**

アナリスト

グローバル・マクロエコノミック・リサーチ

2019年4月

## 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？

米中両国が貿易戦争の解決に向けた協議を進めている。こうした中で注目すべき重要な点は、この協議が合意すれば中国経済は一層開放されることになるのか、もしそうであるとすれば、このような中国経済の開放は、中国の貿易相手国にどのような恩恵を与えるのかということである。トランプ政権は、この協議における合意事項が米国にとって利益をもたらすものになるよう尽力しているが、他の国々への影響についてはどうだろうか。<sup>1</sup>

本稿では、こうした重要な問題に関して、いくつかの考えを提供する。さまざまなデータを用いて、米中の貿易不均衡の動向、および今回の貿易協定が貿易不均衡に今後どのような影響を及ぼすかを検証する。特定の米国産品の輸入を増加させるといふ中国によるコミットメントは、米国の対中輸出を順調に押し上げることになるであろうと我々は見ている。しかし、どんなに野心的な予測のものであっても、貿易不均衡の縮小が年間1,000億米ドルを超える可能性は低い。これはかなりの額だが、新聞紙上を賑わしている2,000億米ドルを超える数字よりはるかに少ない。<sup>2</sup> そして、年間1,000億米ドルにも満たない縮小を達成するためですら、市場経済よりも中央計画経済を彷彿とさせる中国政府の介入が必要になるかもしれない。中国市場の米国への開放は、他の経済、特にブラジル、EU、日本、韓国、ロシア、サウジアラビア、および台湾に悪影響を及ぼす可能性があり、こうした国々の中国への輸出が減少する可能性がある。しかしながら、中国の輸入品目が多様化していることを考えると、こうした国々への悪影響は対処可能な範囲内であると我々は考えている。

### いくつかの考察に基づき議論を整理する

貿易戦争がさまざまな経路を通じてグローバルな活動に影響を及ぼしたのと同様に、どのような合意内容であっても、多くの相反する効果を生み出す可能性が高い。世界経済全体としては、世界の2大経済大国の緊張が緩和することで不確実性が減少し、恩恵を受けるであろう。これは誰にとっても好材料だ。同様に、米国の交渉担当者が、中国の交渉担当者との折衝で、知的財産基準の強化、中国で活動する外国企業のビジネス環境の改善、関税のおよび非関税障壁の引き下げを説得することに成功した場合、こうした恩恵は米国以外の企業にも享受される可能性が高い。<sup>3</sup> 政府関係者は、貿易に関する構造的障害に対処することが主要な目的の一つであると明言してきた。

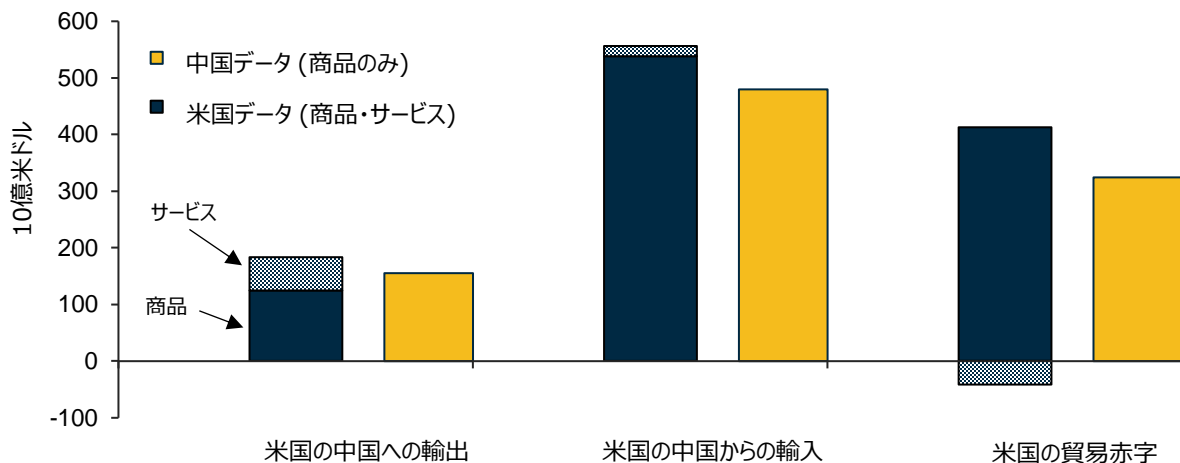
<sup>1</sup> 今後の展望を含む、これら一連の交渉に関する我々の見解については、2019年1月に発行した「[米中貿易協議の行方：今後の展開と予想されるシナリオ](#)」に示されている。

<sup>2</sup> 例として、ブルームバーグによる2019年1月18日付"China Offers a Path to Eliminate US Trade Imbalance, Sources Say"を参照。

<sup>3</sup> こうした構造的な問題について、米国は通常、米国企業の待遇というよりは、概して外国企業の待遇という観点から「問い合わせ」を行う。したがって、これら議論の進展は、他の国々にもプラスの波及効果をもたらす。中国企業の一部も恩恵を受ける。例えば、知的財産プロトコルの改善は、多くのハイテク中国企業にとって有益である可能性が高い。

より悩ましい問題は、トランプ政権が米中間の二国間貿易不均衡の削減を重視している点である。米国の目的は、貿易収支の均衡以外の何者でもない。図1は、この問題の整理に役立つ。米国データによれば、中国は2018年に約5,400億米ドルの商品を米国に輸出したが、米国の対中輸出は1,200億米ドルにとどまった。その結果、商品に関して4,200億米ドル以上の貿易赤字が発生した。商品・サービスの貿易赤字は約3,800億米ドルとやや少なめで、米国のサービス貿易収支は黒字となっている。中国データによると、商品の貿易不均衡額は1,000億米ドル近く減少し、3,250億米ドルとなっている(中国は二国間のサービス貿易の収支に関するデータを公表していない)。このような貿易不均衡の大きさに関する両国データの対比調査は、長年にわたって多くの研究者によって研究されてきた。<sup>4</sup> いずれにせよ、この不均衡が貿易全体に占める比率は大きくなり、ここ数年にわたって関心を集めてきた。

図1：米中の二国間貿易（2018年）



出所：米国情勢調査局、中華人民共和国海関总署、PGIM フィクスト・インカム

報道によれば、中国当局者は、今後6年間で二国間貿易不均衡を75%削減することを目標に、中国による米国製品の購入を増やすことにコミットする可能性がある。米国のデータを用いれば、これは最大2,750~3,000億米ドルの貿易赤字削減を意味し、6年間にわたって年間約450~500億米ドル分の貿易赤字が減少していくことを示唆している。中国の貿易データでは、6年間で2,400億米ドル、年間で400億米ドルの貿易赤字削減が見込まれている。

こうしたコミットメントは、2つのタイプの疑問を提起する。第1に、現実問題として、これらは達成可能なのだろうか。このような大規模な赤字削減は、本当に達成できるのだろうか。第2に、こうしたコミットメントは、中国の米国からの総輸入量のみを増加させるということにはならない可能性が高い。<sup>5</sup> つまり、貿易協定は中国の支出を米国製品に偏らせ、他国からの輸入が減らされることになりはしないだろうか。

トランプ政権の政策を支持する人々は、この取引の結果、他の国々の中国への輸出が減少することを容認しているというのが我々の考えである。しかし、彼らは、中国の貿易政策が長年にわたって、特に米国の貿易に不利な影響を及ぼしてきたことを強調するであろう。すなわち、過去10年間にわたり、米中間には広範かつ持続的な貿易不均衡が存在していた。現在、中国における米国以外の国との貿易収支はほぼ均衡している一方で、対米国貿易黒字は依然として大きい。同様に米国においては、対中国貿易赤字は財・サービス全体の貿易赤字の約60%を占めている。こうした議論を受けて、中国当局者は、中国は米国の消費者にとって魅力的な商品を生産しているのであって、貿易不均衡は最終的には米国の貯蓄率が低すぎることを反映したものだとして主張するであろう。また、彼らは、対外的なパフォーマンスを示す最も幅広い指標である中国の経常黒字が、昨年はGDPのわずか0.4%にまで縮小したことも言及するだろう。

<sup>4</sup> 最近の対応については、2018年4月23日付 Congressional Research Service の Michael F. Martin 氏による “What’s the Difference?—Comparing US and Chinese Trade Data” を参照。

<sup>5</sup> マクロ経済における複雑な問題は、貯蓄・投資収支が貿易政策に対してどの程度不変であるかということである。貿易協定が長期的に中国の貯蓄を減少させ、または投資を増加させるならば、中国の貿易収支を長期的に縮小させる効果がある。具体的に言えば、このシナリオにおいて、米国からの輸入品への消費が増加することは、他国からの輸入を減らすというよりも、中国の総輸入量を増加させることになる。これは、例えば、金融業界における競争激化を許容することや、中国の国内企業に対する外国企業の競争条件をより平等にすることによって、中国の消費者が利用できる商品の種類と良さを拡大することでもたらされるかもしれない。こうしたことは可能ではあるが、貯蓄・投資収支の調整は、ほとんどの場合、部分的に相殺され、他の国の中国への輸出はある程度減少する可能性が高い、というのがわれわれの考えである。

このような視点を整理することは容易でない。<sup>6</sup> そもその疑問は、中国の貿易政策のいくつかの側面が、他国と比較した場合に、米国の貿易に悪影響を及ぼしているかどうかである。それは正しいと言えよう。米国の輸出は、知的コンテンツが豊富な商品と洗練されたサービスに集中する傾向がある。中国における適切な知的財産およびその他を保護する法律の欠如は、米国の輸出に特に大きな打撃を与えたかもしれない。米国の生産者は、自社の知的財産を中国市場にさらすことに消極的であり、より安価なコピー商品が市場に出回ることで需要を減少させる可能性がある。対照的に、ドイツの輸出は資本財に集中しており、中国の製造業の台頭をうまく補完してきた。しかし、中国製品に対する米国の貪欲な需要が依然として不均衡の主因となっており、こうした大きな需要は中国の貿易政策ではなく、米国のマクロ要因を反映していることも事実である。

このような概念的な議論を踏まえ、数千億米ドル規模の貿易赤字の縮小を求める上記のような合意が、実際にどのように履行されるかについて、ここでは実証的な検証を行う。報道によると、米国の対中輸出の35%を占める5つの主要製品、すなわち大豆、液化天然ガス(LNG)、航空機、自動車(部品を含む)、半導体の輸入を中国が増やすことで貿易赤字が削減されるとしている。<sup>7</sup> 我々は、このような輸入増加が、二国間貿易収支不均衡の解消にどこまで効果があるのか、またどの国が直接的な影響を受けるのかを検討する。

## 貿易不均衡是正に向けた道筋

今回の検証にあたり、我々は国連商品貿易統計データベースで報告されている中国のデータをもとに、中国の輸入品に関する国別データを集計した。米国が発表したデータは、恐らくより信頼性が高いと思われるものの、他国による中国への輸出に関しては必要とされる詳細情報を提供していない。

概算値を計算するために、中国が米国製品の輸入を6年間で2,400億米ドル(中国のデータに基づく貿易赤字の75%)増加させるとするシナリオを考える。つまり、この合意の結果、米国の中国への輸出額は年平均で400億米ドル増加することになる。ここでは、貿易赤字の削減は米国による中国製品の輸入の減少ではなく、中国への米国製品の輸出の増加で実現するものと仮定する。

まず、図2は中国製品輸入の地理的分布を示したものである。我々は、入手可能な最新の2017年データを参照する。なお、これらは、関税に関連して貿易フローが異常な(そしておそらく一時的な)推移を示す以前のデータであるという利点もある。EU27カ国(イギリスを除く)は、中国への輸出額が2,230億米ドルと最も多い。また、米国の輸出額はEU、韓国、日本に次いで1,540億米ドルと上位にランクされている。<sup>8</sup> 明らかに、米国製品の中国への輸出増によって貿易赤字が削減された場合、米国の順位はリストの最上位まで急上昇し、他の貿易相手国をはるかに上回るようになるだろう。米国の中国への輸出額は、現在の水準を150%上回る3,900億米ドルを超えるものとなるであろう。

これらのデータを踏まえ、我々は、米中貿易不均衡が是正に向かういくつかの道筋を提起する。

図2：中国の輸入（2017年）

合計	10億米ドル	構成比 (%)
全世界	1,844	100.0
EU27カ国	223	12.1
韓国	178	9.6
日本	166	9.0
その他アジア	156	8.5
米国	154	8.4
中国	132	7.2
オーストラリア	95	5.2
ブラジル	59	3.2
マレーシア	54	3.0
ベトナム	50	2.7
タイ	42	2.3
ロシア	41	2.2
シンガポール	34	1.9
スイス	33	1.8
サウジアラビア	32	1.7
インドネシア	29	1.5
南アフリカ	24	1.3
英国	22	1.2
その他	319	17.3

出所：国連商品貿易統計データベース、PGIM フィクスト・インカム

<sup>6</sup> マクロ経済学者は通常、二国間の貿易収支に関する情報をほとんど見ていない。複雑なマクロ要因が総貯蓄・投資収支を決定し、比較優位が各国間の貿易パターン(すなわち、二国間収支)を決定する。この観点から見ると、全体的な貿易収支は、国際収支に大きな影響を与えることから重要であるが、パートナー間の特別な黒字と赤字の配分は重要ではない。実際、一部のパートナーとの間で赤字を抱え、他のパートナーとの間で黒字を抱えることは当然であろう。

<sup>7</sup> 大豆をすべての農業に、LNGをすべてのエネルギーに、半導体をすべてのエレクトロニクス製品まで拡大させると、5つのカテゴリーは米国の対中国輸出の半分近くを占めている。

<sup>8</sup> 米国は、台湾やアジアの小規模な貿易相手国を含む「その他のアジア」の次にランクしている。また、国連データは、中国の重要な輸入元として「中国」を挙げている。中国からの輸出は、主に香港への輸出であり、これら輸出品は再び中国に輸入される。

**シナリオ 1.** 対象となる商品カテゴリーにおいて、対中輸出が減少する国が発生。例えば、米国から大豆をより多く輸入するとコミットメントすることは、他の国からの大豆の輸入量を減らすことを意味するかもしれない。他の対象カテゴリーについても同じことが言える。

**シナリオ 2.** 対象となる商品カテゴリーが急速に成長。例えば、より多くの LNG を米国から輸入するとコミットメントした結果、中国は LNG の輸入を増やすことで、石油など他のエネルギーの輸入を制限することになるかもしれない。

**シナリオ 3.** 関連性の高い商品カテゴリーにおいても、対中輸出が減少する国が発生。米国から大豆をより多く輸入するとコミットメントすることは、現実問題として、トウモロコシ、小麦、豚肉など、大豆と関連性の高い農産物の輸入増につながるかもしれない。同様に、米国からの半導体輸入を増やすというコミットメントは、米国からの電子機器の輸入拡大を意味することになるかもしれない。

これらに加えて、今後 6 年にわたる貿易不均衡是正の推移を見極める上で、両国の GDP 成長率、為替レートの変動など、マクロ経済の基準となる指標の推移が重要になる。もちろん、これらのマクロ要因は、結局のところ、求められている不均衡の是正を下支えするようなものではなく、妨げとなるかもしれない。

特筆すべきは、これらのメカニズムを通じた貿易収支不均衡の是正が、中国の貿易障壁の引き下げをもたらす可能性がある。そうなれば、米国商品に対して、市場ベースのリバランスが促進される可能性がある。中国の消費者や企業は、米国製品をより有利な条件で購入できるようになり、より多くの商品を購入するようになるかもしれない。あるいは、貿易収支不均衡の是正は、より政治的な手段で実現されるかもしれない。中国政府は、単に米国商品の輸入を増やす(例えば、国有企業を通じて)ことを決定するか、あるいは中国の他の事業体に対して米国からの輸入を増やすよう「勧告」するかもしれない。本稿では、何が貿易収支不均衡を是正する原動力となるのかについて論ずるよりも、むしろ、どんなことが起こりそうなのか、そして貿易相手国にどのような恩恵を与える可能性があるのかについて焦点を当てる。

## シナリオ 1：対象となる商品カテゴリーにおいて、対中輸出が減少する国が発生

次ページの図 3 は、貿易収支不均衡の是正に向けた主要製品とされている、大豆、LNG、自動車、航空機(半導体は別途検証)の 4 つの商品カテゴリーに関する詳細な貿易データである。驚くべきことに、これら 4 つのカテゴリーの商品すべてが米国からの輸入に変更されたとしても、対中国輸出額は 2017 年ベースで 1,130 億米ドル増と大幅な増額にはなるが、全体の目標の半分に過ぎない。このシナリオで主にマイナスの影響を受けるのは、ブラジル(大豆)、オーストラリアとカタール(LNG)、日本と英国(自動車)、EU27 カ国(自動車と航空機)である。

もちろん、現実的および政策的な理由から、中国はこれらのカテゴリーのすべての商品を米国からの輸入とすることに同意しないだろう。ならば、何が貿易収支不均衡是正のベンチマークになり得るだろうか。米国は極めて野心的な目標を主張するだろうが、中国には現実的な限界がある。サプライヤーとのビジネス関係が既に存在し、中国企業の経済的利益を広く範囲にもたらしている。さらに、米国の政府高官が中国でのシェア獲得に熱心であればあるほど、他の国の政府高官は市場シェアを失う可能性にパニック状態になることだろう。

同様に、米国も現実的な課題に直面するであろう。1 つ目の重要な疑問点は、米国の輸出業者が想定される中国からの需要を満たす準備ができていくかということである。例えば、LNG が貿易収支不均衡の是正に重要な役割を果たすためには、米国は輸出能力を大幅に増強する必要があり、恐らく現在想定されているよりも急速な増強が必要となるだろう。大豆や半導体といった他の産業については、後述するベンチマークが達成されると、米国の総輸出に占めるシェアは非常に大きなものになる。このことが、もう 1 つの重要な疑問点を提起する。中国との合意は、他の市場に向けていた商品を単に別の市場に振り替えただけになるというのではなく、現実問題として、どのくらい世界貿易を拡大させることができるのか、ということだ。米国が他国への輸出品を単に中国に振り替えるだけだと、それによって中国から輸入量を減らされた国がプラスの効果相殺してしまう。結果として、世界貿易の図式が再編成されるだけで、最終的な効果は限定的である。

上記を踏まえ、主要製品に対して我々は以下ベンチマークの設定を提案する。もちろん、この検証は、起こりうる事象に関する大まかなアイデアを提供しているものに過ぎない。

**大豆および LNG** については、やや独自の判断ではあるが、中国の航空機輸入における米国シェアと同様に、米国シェアを 50%に引き上げることを今後 6 年の目標とする。このベンチマークは非常に野心的であるが、これら業界は中国との取引の成果を大いに期待している。これを 2017 年ベースの輸入額に当てはめれば、米国からの大豆輸入は 60 億米ドル、LNG 輸入は 70 億米ドル増加することになる。<sup>9</sup>

<sup>9</sup> このベンチマークは、中国への仮想 LNG 輸出量が米国の総 LNG 輸出量を上回っており、よって単なる仮説である。このことは、LNG が貿易収支不均衡の是正に重要な役割を果たすためには、米国は輸出能力を大幅に増強する必要があることを強調している。他の障壁として、既存の LNG 購入契約の契約期間が非常に長いということも挙げられる。

図3：中国の輸入（2017年）

大豆	10億米ドル	構成比 (%)
全世界	39.6	100.0
ブラジル	20.9	52.8
米国	13.9	35.2
アルゼンチン	2.7	6.8
ウルグアイ	1.0	2.6
カナダ	0.9	2.2
ロシア	0.2	0.4
参考：米国の総輸出	21.5	--

自動車および自動車部品	10億米ドル	構成比 (%)
世界	77.2	100.0
EU27カ国	32.1	41.6
日本	16.3	21.1
米国	14.7	19.0
英国	7.4	9.6
韓国	2.8	3.7
タイ	1.1	1.5
メキシコ	1.0	1.3
カナダ	0.5	0.7
その他	1.2	1.6
参考：米国の総輸出	99.8	--

LNG	10億米ドル	構成比 (%)
全世界	14.7	100.0
オーストラリア	6.2	42.1
カタール	3.4	22.7
マレーシア	1.5	9.9
インドネシア	1.2	8.1
パプアニューギニア	0.9	6.1
米国	0.6	4.3
ロシア	0.2	1.2
その他	0.8	5.6
参考：米国の総輸出	3.5	--

航空機	10億米ドル	構成比 (%)
世界	24.7	100.0
米国	13.9	56.5
EU27カ国	9.7	39.3
カナダ	0.2	0.7
ブラジル	0.5	1.9
その他	0.4	1.6
参考：米国の総輸出*	131.0	--

\* その他の航空関連製品および部品を含む

出所：国連商品貿易統計データベース、PGIM フィクスト・インカム

**自動車と自動車部品**については、米国シェアを50%に引き上げることは不可能だと思われる。ここでは、米国製品の輸入を倍増させるといっても野心的なベンチマークを用いる。2017年ベースの輸入額で試算すると、これにより米国のシェアは38%に上昇し、中国の自動車および自動車部品の輸入総額が一定だったと仮定すれば、米国からの輸入額は150億米ドル近く増加することになる。

**航空機**については、既に米国シェアが50%を超えている。米国は既に支配的な地位にあり、さらに輸出を増やそうとすれば現実的な上限という問題に直面するであろう。ボーイングに関する最近の問題は、こうした問題を浮き彫りにさせている。にもかかわらず、非常に好意的なシナリオでは、米国シェアは輸入総額の2/3まで上昇する可能性があり、これは2017年ベースの輸入額で約20億米ドルの中国からの輸入増を意味している。

総合すると、これらの極めて野心的な仮説により、2017年ベースの輸入額で試算すると、中国の米国からの輸入は300億米ドル増加する。前述のように、このシナリオで主にマイナスの影響を受けるのは、ブラジル(大豆)、オーストラリアとカタール(LNG)、EU(自動車と航空機)、日本(自動車)である。

次ページ図4の通り、中国の2017年の半導体輸入額は3,100億米ドルを超え、米国からの輸入はわずか110億米ドルにとどまった。一見したところ、輸入を増やす余地がかなりあるように見える。しかし、これらの大部分はアジア諸国から輸入されているもので、そこには網の目のように張り巡らされたアジア域内のサプライチェーンが存在している。さらに、すべての半導体は同じスペックで生産されているわけではない。多くの商品は、米国の輸出業者が得意とする洗練された知的コンテンツが豊富な半導体ではなく、コモディティ化された相対的に付加価値の低い半導体である。

それでも、日本の半導体は米国同様に洗練されたものであるはずだが、中国への輸出額は米国の2倍となっている。これを踏まえ、米国が今後6年間で、輸出額を現在の水準から350億米ドル増額させ、日本の輸出額の2倍にあたる年間460億米ドルを輸出するという、非常に野心的

なベンチマークを考えている。この目標は、中国が米国半導体の輸入を著しく増やすと提案していると報じられていることと概ね整合している。<sup>10</sup> このシナリオで主にマイナスの影響を受けるのは、洗練された製品を製造している日本、および影響の程度は低いが、韓国、台湾、シンガポールである。

このように、報道機関が典型的に強調する 5 つの主要製品を通じた調整では、野心的な仮説を用いても、貿易収支の不均衡は総額で 650 億米ドル未満しか是正されない。しかも、現実的に考えれば、この試算は予想最大値を示していると考えられる。こうした議論を踏まえれば、貿易収支不均衡の是正は、対象となる商品カテゴリーの大幅な成長や、より広範囲にわたる米国製品の輸入拡大など、大部分は他の方法によって実現されなくてはならないことを示唆している。

## シナリオ 2：対象となる商品カテゴリーが急速に成長

貿易収支不均衡を是正する別の方法として、これら対象となる商品カテゴリーの輸入が急増し、一方で関連性の高い別の商品の輸入が減少するというシナリオが考えられる。こうしたシナリオは、ともかく急成長している LNG 市場において最も起こり得ると思われる。中国は、他のエネルギーと比較して、LNG の輸入を大幅に増やすことを決断するかもしれない。特に、ロシア、サウジアラビア、アンゴラなどからの石油の輸入については減らすことが可能だ(図 5 参照)。他の 4 つの商品カテゴリーは成熟度が高く、近年の成長ペースを考慮すれば並外れた成長が期待できないという印象を受ける。なお、マクロ経済の発展と変革がもたらす輸出入の自然増について、我々はシナリオ 3 に続くセクションで取り上げる。

図 4：中国の半導体輸入(2017年)

半導体	10 億ドル	構成比 (%)
世界	312	100.0
その他アジア	90	28.9
韓国	71	22.8
中国	47	15.2
マレーシア	27	8.8
日本	23	7.2
米国	11	3.6
フィリピン	8	2.7
EU27 カ国	8	2.5
シンガポール	7	2.4
ベトナム	6	2.0
タイ	5	1.7
メキシコ	3	0.9
イスラエル	2	0.5
その他	2	0.8
参考：米国の総輸出	50	--

出所：国連商品貿易統計データベース、PGIM フィクスト・インカム

図 5：中国の燃料輸入 (2017)

エネルギー	10 億ドル	構成比 (%)
世界	250	100.0
ロシア	27	11.0
サウジアラビア	21	8.6
アンゴラ	21	8.2
オーストラリア	17	6.8
イラク	14	5.5
オマーン	12	5.0
イラン	12	4.9
インドネシア	9	3.8
ブラジル	9	3.7
UAE(アラブ首長国連邦)	9	3.5
マレーシア	8	3.3
韓国	8	3.3
クウェート	8	3.1
米国	7	2.9
ベネズエラ	7	2.7
その他	59	23.6
参考：米国の総輸出	159	--

出所：国連商品貿易統計データベース、PGIM フィクスト・インカム

中国が、現在 147 億米ドルに過ぎない LNG の輸入を増加させる余地はかなりある。近年、LNG の輸入は年率 20%のペースで急増している。したがって、今後 6 年間で LNG の輸入総額は 400 億米ドルまで増加すると我々は想定している。もし米国が上記で仮定した 50%のシェアを維持していれば、この成長を通じてシナリオ 1 で試算した是正額に加えて、さらに 130 億米ドル近くの追加的な是正ができることを意味する。もちろん、そこには米国がいかに早く LNG の輸出能力を増強させられるかという実務的な制約がある。2018 年の米国産 LNG 輸出総額は 60 億米ドル(2017 年の 35 億米ドルからは増加)にとどまっており、かなりの新規投資と時間が必要となる可能性も高い。<sup>11</sup> 大規模な開発が進んでいるものの、中国への輸出拡大というこの野心的な目標を達成するためには、さらなる取り組みが必要になるだろう。また、オーストラリアや新興アジアなど近隣諸国からの LNG 輸出に対して、より輸送費がかさむ米国からの LNG 輸出が、経済的な競争力を持てるかどうかという実務的な懸念もある。

このように LNG 輸入が急速に拡大することで、中国のエネルギー関連輸入における他の資源、特に石油のシェアが減少すると予想される。ロシア、サウジアラビア、アンゴラなどの石油輸出国は、危機感を抱くであろう。それでも、中国のエネルギー関連輸入総額は 2,500 億米ドルに達し、また、多岐にわたる国から輸入をしているの

<sup>10</sup> 2019年2月14日付のウォール・ストリート・ジャーナルの記事である "China Seeks to Woo US with Promise of Big Chip Purchase" を参照。

<sup>11</sup> 米国エネルギー情報局(Energy Information Administration)は、米国の LNG の総輸出力は、2018年の1.1兆立方フィート(tcf)から2025年には4.2兆 tcf に増加すると予測している。ドルベースでは、2018年の60億米ドルから2025年には220億米ドルに上昇する。ただし、LNGの価格が2018年の水準であることを前提としている。

で、LNG 輸入拡大に伴う調整には対応できるだろう。また、米国とともに、オーストラリアやカタールなどの LNG 輸出国も、LNG 需要が増加することによる恩恵を受けることになるだろう。

### シナリオ 3：関連性の高い商品カテゴリーにおいても、対中輸出が減少する国が発生

第 3 のシナリオとして、この合意の趣旨を踏まえて、中国が 5 つの主要製品と関係性が高い米国製品の輸入を拡大させる可能性があると考えられている。これは農業と電子機器のカテゴリーで最も起こり得ると考えられる。米国から大豆をより多く輸入するとコミットメントすることは、現実問題として、トウモロコシ、小麦、豚肉など、大豆と関連性の高い農産物の輸入増につながるかもしれない。同様に、米国からの半導体輸入を増やすというコミットメントは、米国からの電子機器の輸入拡大を意味することになるかもしれない。関連データを図 6 に示す。

図 6：中国の農業・電子機器輸入（2017年）

農業	10 億ドル	構成比 (%)	電子機器	10 億ドル	構成比 (%)
世界	105	100.0	世界	458	100.0
ブラジル	24	22.6	その他アジア	98	21.3
米国	21	20.1	中国	89	19.4
EU27 カ国	9	8.7	韓国	87	19.0
カナダ	6	5.7	日本	42	9.2
ニュージーランド	6	5.3	マレーシア	31	6.7
オーストラリア	5	4.9	EU27 カ国	27	5.9
インドネシア	5	4.4	ベトナム	23	5.0
タイ	4	4.1	米国	17	3.8
アルゼンチン	3	3.3	フィリピン	11	2.3
ベトナム	3	2.5	シンガポール	9	2.1
マレーシア	2	2.1	タイ	9	2.0
ロシア	2	1.9	メキシコ	4	1.0
ウルグアイ	2	1.7	イスラエル	2	0.4
チリ	2	1.6	インドネシア	1	0.3
ウクライナ	1	1.1	スイス	1	0.2
その他	10	9.8	その他	6	1.3
参考：米国の総輸出	123	--	参考：米国の総輸出	174	--

出所：国連商品貿易統計データベース、PGIM フィクスト・インカム

ここで、いくつかの数字を検証してみたい。大豆を除くと、2017 年の米国の対中国農業輸出額は 70 億米ドルで、これは中国における大豆を除く農業輸入額の約 11%に相当する。もし中国が米国のシェアを 20%にまで引き上げたとなると、米国の年間輸出額は 60 億米ドル増加することになる。同様に、半導体を除けば、中国の電子機器輸入に占める米国の割合は 4%に過ぎない。これを 10%まで引き上げると、米国の年間輸出額は約 90 億米ドル増加するが、米国のシェアは、依然として日本の 13%を下回る水準にとどまる。これは野心的な仮定ではあるが達成可能だと思われる。

注目すべきことだが、このシナリオは他の 3 つの主要製品カテゴリーでは発生しないであろう。自動車や航空機については、そもそも関係性が高い製品が不明である。また、LNG の急成長が見込まれる中、米国産 LNG の輸入を拡大するというコミットメントが、他のエネルギー資源にまで影響を及ぼすとは考えにくい。

## マクロ経済の発展

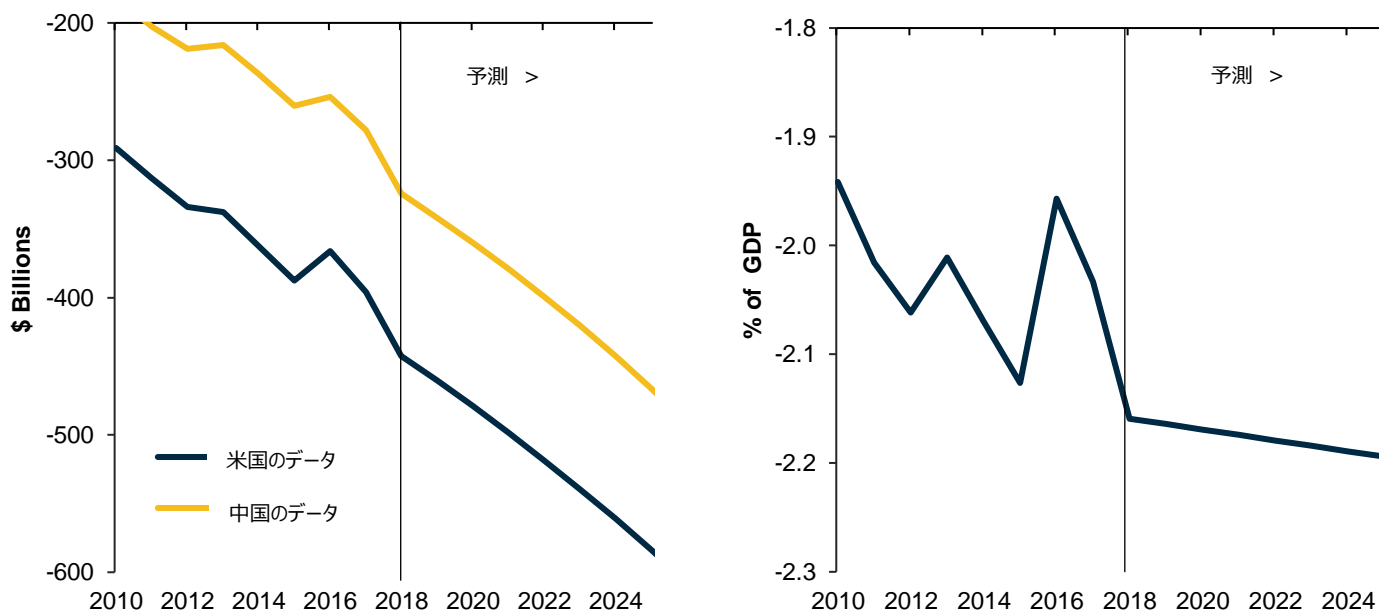
今後数年にわたる貿易収支の推移は、米中両国経済の成長率、中国の経済改革の行方、実質為替レートなどのマクロ経済的な変数にも左右される。

まず米中両国経済の成長率に関しては、中国の GDP 成長率が米国をはるかに上回り続けるとの公算が、中国から米国への輸入よりも、米国から中国への輸出の拡大を後押しするはずである。しかし、この好材料は、米中貿易関係の別の重要な特性によって相殺されるかもしれない。現在、

米国の中国からの輸入は、中国への輸出の約4倍となっている。したがって、米ドル換算で貿易収支を均衡させるためには、米国の中国への輸出が輸入の4倍のペースで成長する必要がある。こうした状況は過去20年間で1回(2001年)だけ発生したのみである。また、自動車や航空機など、我々が焦点を当てる商品カテゴリーのいくつかは、中国消費者の成年人口が増加するにつれて大幅な成長が見込まれるであろう。しかし、ここ何年かのうちに中国の国内生産も拡大されることが見込まれるので、中国国外の製造業者は、これ以上の並外れた成長を享受することができない可能性がある。

こうした要素がどの程度お互いを相殺するのか検証すべく、図7に示されるような二国間貿易収支に関する単純なシミュレーションを行った。もしも2025年までの米中貿易の成長率が、2012~17年と同水準(米国の輸出入ともに約4%)だったと仮定した場合、貿易収支は約1,400億米ドル悪化する。言い換えれば、「ベース効果」は巨額になる。少なくとも、このことは、貿易収支の不均衡を是正するために、マクロ経済の発展および輸出入の自然増に期待してはいけないことを浮き彫りにしている。上述のように、貿易収支を均衡させるためには、中国の輸入の伸びが米国の輸入の伸びをはるかに上回らなければならないが、過去のデータではこうした状況はほとんど発生していない。

図7：米国と中国の商品に関する貿易収支



出所：経済分析局 (BEA)、国勢調査局、PGIM フィクスト・インカム

言うまでもなく、為替レートは貿易収支不均衡の是正に潜在的な影響を与える、マクロ経済のもう一つの側面である。しかし、多角的貿易がほぼ均衡している(例えば、昨年の中国の経常収支黒字はGDPの0.5%以下)ことを考えると、人民元が大幅に上昇するケースは考えにくい。実際、米国は中国に対して為替レートの安定を要請していると言われていたが、人民元的大幅な上昇を求めているわけではない。



## 貿易収支不均衡是正の手段と効果を集計する

図8は、今回の検証で確認された貿易収支不均衡是正の手段と効果を集計したものである。我々が設定した野心的な前提条件の中、5つの広義の主要製品カテゴリーを通じて、およそ900~950億米ドルの是正が期待できる。最も大きな割合を占めているのは半導体で、次いでLNGである。対照的に、すでに中国の航空機輸入において米国は圧倒的なシェアを占めており、さらなる輸入の拡大余地は限られている。むしろ、現在のシェアを単に維持することも容易ではないと考えている。加えて、マクロ経済の発展により、貿易収支の不均衡が縮小するよりも、拡大していく可能性が高いことについては先述した通りである。

図8：中国による貿易収支不均衡是正の手段とその効果（10億米ドル）

	是正額*	マイナスの影響を受ける国
<b>大豆</b>		
他国からの輸入の振替	6	ブラジル
大豆以外の農産品の輸入を拡大	6	ブラジル
合計	12	
<b>LNG</b>		
他国からの輸入の振替	7	オーストラリア、カタール
LNG輸入の拡大(石油の輸入量を削減)	13	ロシア、サウジアラビア、アンゴラ (オーストラリア、カタールは恩恵を受ける)
合計	20	
<b>自動車および自動車部品</b>		
他国からの輸入の振替	15	EU、日本、英国
<b>航空機</b>		
他国からの輸入の振替	2	EU
<b>半導体</b>		
他国からの輸入の振替	35	日本、韓国、台湾
半導体以外の電子機器の輸入を拡大	9	日本、韓国、EU
合計	44	
<b>総計</b>	<b>93</b>	

\*2025年における貿易収支不均衡の是正額

出所：PGIM フィクスト・インカム

このように、5つの主要製品カテゴリーの中国への輸出額は米国の中国への輸出総額の半分弱に相当することが広く認められているが、これらを通じた是正だけでは、2,400億米ドルの貿易収支不均衡の是正目標に対し40%も満たせないであろうと我々は結論づける。次ページの図9で強調されているように、これらの主要製品カテゴリーの中国への輸出額は、米国の中国への輸出総額の半分近くに相当しており、残り半分の輸出で満足のいく貿易収支不均衡を是正するのは非常に荷が重い。その他のカテゴリーの中から是正を牽引する製品が現れる可能性はあるが、主要製品カテゴリーを通じた是正額には遠く及ばないであろう。なお、今回の検証は、米中間の貿易交渉で交渉担当者が最も潜在的な可能性があることを認識し、かつ中国が明確なコミットメントを行う可能性が高いと考えられる製品カテゴリーに焦点を当てて交渉が進められてきたものと仮定している。

図9：中国の米国からの輸入

	中国の輸入		米国の総輸出	
	億米ドル	構成比 (%)	億米ドル	構成比 (%)
<b>合計</b>	<b>154.4</b>	<b>100</b>	<b>1,546</b>	<b>100.0</b>
<b>農業</b>	<b>21.1</b>	<b>13.7</b>	<b>123</b>	<b>8.0</b>
<b>エネルギー</b>	<b>7.3</b>	<b>4.7</b>	<b>139</b>	<b>9.0</b>
<b>自動車および自動車部品</b>	<b>14.7</b>	<b>9.5</b>	<b>100</b>	<b>6.5</b>
<b>航空機</b>	<b>13.9</b>	<b>9.0</b>	<b>131</b>	<b>8.5</b>
<b>電子機器</b>	<b>17.4</b>	<b>11.3</b>	<b>174</b>	<b>11.3</b>
<b>小計</b>	<b>74.3</b>	<b>48.1</b>	<b>668</b>	<b>43.2</b>
<b>金属</b>	<b>8.2</b>	<b>5.3</b>	<b>78</b>	<b>5.1</b>
貴金属・石	5.3	3.4	60	3.9
銅	1.7	1.1	7	0.5
アルミ	1.2	0.8	12	0.7
<b>化学品・医薬品</b>	<b>11.6</b>	<b>7.5</b>	<b>121</b>	<b>7.8</b>
無機化学品	0.9	0.6	12	0.8
有機化学品	3.7	2.4	36	2.3
その他化学品	3.3	2.1	28	1.8
医薬品	3.8	2.4	45	2.9
<b>プラスチック・ゴム</b>	<b>8.1</b>	<b>5.3</b>	<b>75</b>	<b>4.9</b>
プラスチック	7.0	4.5	62	4.0
ゴム	1.2	0.8	13	0.9
<b>木材・木製品</b>	<b>7.5</b>	<b>4.8</b>	<b>19</b>	<b>1.2</b>
<b>機械器具</b>	<b>11.7</b>	<b>7.6</b>	<b>84</b>	<b>5.4</b>
医療器具、手術用器具、歯科用器具	2.4	1.6	27	1.7
物理分析・化学分析	2.1	1.3	9	0.6
計測・検査機器	1.6	1.0	5	0.4
矯正装具	1.1	0.7	9	0.6
X線、アルファ線、ベータ線、ガンマ線	1.0	0.6	4	0.3
その他	3.5	2.3	29	1.9
<b>その他</b>	<b>32.9</b>	<b>21.3</b>	<b>551</b>	<b>32.4</b>

出所：国連商品貿易統計データベース、PGIM フィクスト・インカム

貿易協定が合意することで米国の中国への輸出は大幅に増加する可能性が高い。その一方で、これまで見てきたように、6年間で1,000億米ドルを超えるような貿易の拡大を実現するためには、米国からの輸入拡大を支援するための中国政府による大々的かつ異例の介入が必要となるであろうと我々は結論付ける。実際、1,000億米ドルの是正を実現することは、決して容易なことではないだろう。貿易協定によって中国市場は米国の輸出業者に開放されるかもしれないが、おそらく期待するほどではないだろう。

図8で確認したように、中国市場を米国に開放することは、ブラジル(農業)、ロシア・サウジアラビア(石油)、EU(自動車・航空機)、日本(自動車・電子機器)、台湾・韓国(電子機器)など他の国々に悪影響を及ぼす可能性が高い。貿易収支不均衡が5つの主要製品カテゴリー以外では正される場合、EU、日本、オーストラリアに大きなマイナスの影響があるだろう。これら国々からの中国への輸出の約70%が、5つの主要製品以外のカテゴリーで構成されている。それでも、中国の貿易相手国が広く多様化していることを考えると、こうした国々への悪影響は対処可能な範囲内であると我々は考えている。

## 結論

米国と中国の貿易協定は二国間の貿易収支不均衡を縮小させるが、その縮小幅はおそらく公表されている数字よりも小さくなるであろう。中国政府は、国有企業(SOEs)を通じてこの問題に取り組む公算が高いが、他国からの輸入の振替、あるいは米国商品に対する需要を拡大させることによって、貿易収支不均衡をある程度是正させることができる。これに加えて、中国市場における米国企業のハンディが取り除かれ、中国市場へのアクセスを向上させるという構造的な条項が今回の貿易協定に含まれている限り、この協定によって米国商品に対する市場ベースのリバランスが促進されるかもしれない。中国の消費者や企業は、米国製品をより有利な条件で購入できるようになり、より多くの商品を購入するようになるだろう。同時に、知的財産保護に関する条項が強化されることで、米国の生産者にとって中国市場の魅力が高まる可能性もある。

それでも、貿易収支不均衡是正のペースと領域を制限するような、大きな影響力を持った経済的要素が数多く存在している。例えば、中国が他国との間で構築している既存のサプライチェーンの維持、米国の生産者が輸出を十分に増やすだけの生産能力、両国間の地理的距離およびそれに起因する輸送コスト、主要な輸入品を単一の貿易相手国から偏って調達することに対して中国が抱く抵抗感などが挙げられる。さらなる逆風は、中国経済発展するにつれ、米国の生産者は中国市場において中国国内企業(自動車や航空機など)との激しい競争に直面するようになるかもしれない。それどころか、マクロ経済の発展により、むしろ貿易収支の不均衡は拡大するという可能性も考えられる。

このような検証の結果は、貿易協定に関するいくつかのより深い疑問を示唆している。具体的には、この協定に米国の輸出総額あるいは中国の輸入総額は実際にどの程度増加するのかという懸念である。もしも米国の生産者が他国に輸出していた商品を単に中国に振り替えるだけだと、それによって対中輸出が減少した国がプラスの効果を相殺してしまい、結果として世界貿易の図式が非効率に再編成されるだけである。このような企業は新しいサプライヤーとのビジネス関係を確立し、サプライチェーンを再構築するためのコストを強いられる。今回の検証結果は、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だけでなく、貿易の新しい機会が創出される。

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。同様に、中国政府は、米国への留学、あるいは米国への観光を自国民に促すような刺激策を導入することができる。当然ながら、米国は中国の学生や観光客の増加を受け入れられるような体制を整えなければならない。そうすれば、米国のサービス輸出は大きく拡大するであろう。

現在協議されている貿易協定は、中国経済の構造改革の先行きに懸念を生むような内容である。過去数十年にわたり、米国は中国に対し、市場経済に基づいた改革を進めるよう要求してきた。その一方で、特定品目の輸入について、合意に基づいた数量の輸入を中国に約束させるという構図は、明らかに中央計画経済の趣を有している。そして、これまで述べてきたように、中国が協定の合意事項を履行することで、中国政府および中国国有企業の役割がさらに大きくなるであろう。全体的には、たとえ今回の合意が最終的に貿易収支の不均衡をいくらか減少させる結果になったとしても、その行方を十分に懸念すべきだと我々は考えている。

## 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、2019年4月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびブルデンシャル・ファイナンシャル・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社とし、世界における次の事業も含みます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iii) シンガポールの PGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルデンシャル社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もありません。これらの情報を提供することに当たって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ものではありません。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いません。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。

英国および欧州経済領域 (EEA) では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが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からの許可・規制を受けており(登録番号：193418)、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。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。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)

© 2019 PFI and its related entities.

2019-1907

---

## 留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Implications of a U.S.-China Trade Deal: Who Wins? Who Loses?"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  
PGIMJ201905070455