

みずほマーケット・トピック(2018 年 12 月 3 日)

米中首脳会談～2020 年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～

注目された米中首脳会談はとりあえず無難な着地を見た。とはいえ、メディアの報じるヘッドラインは「中国の構造改革実施を条件に最大 90 日間の猶予を設ける」という米国側の主張に依拠したものが多い印象。中国側は現段階で具体的な構造改革の内容や交渉期限に言質を与えていない。また、今回、最も気にすべきは、米国が着地点を示していないこと。協議が上手く進んだとしても、「貿易戦争を止める」とは一言も言っていない。筆者の基本認識では、2020 年の再選を前にトランプ大統領が政権のアイデンティティであり、その象徴とも言える対中制裁関税が完全撤廃されるとはどうしても思えない。こうした「自分で火をつけて自分で消化を演出する」という国際金融市場を巻き込んだ「壮大なマッチポンプ」は恐らく再選を賭けた大統領選挙の行われる 2020 年までは続くだろう。不透明感の払拭というフレーズと共に米中貿易戦争が完全に市場から消え失せ、市場心理が改善するような展開は、当面、メインシナリオとしては据えづらい。

～既視感ある展開:5 月にも「停戦」した経緯～

注目された米中首脳会談はとりあえず無難な着地を見た。既に米国は対中輸入 2500 億ドルに追加関税を課しており、このうち 500 億ドルが 25%、2000 億ドルが 10%という状況にあった。この点、トランプ政権は後者の 2000 億ドルに関し年明け以降、25%へ引き上げることを宣言しており、今回の会談はその取り扱いを議論するという位置付けだった。既報の通り、会談の結果、米国は中国の構造改革実施を条件に、関税の引き上げについて最大 90 日間の猶予を設けるとした。ちなみに米国が求める構造改革分野は、具体的に①技術移転の強要、②知的財産権保護、③非関税障壁、④サイバー攻撃、⑤サービスや農業分野の市場開放とされたが、後述するように中国はこうした具体的分野にも、また「90 日間」という期限にも言質を与えていない。

もちろん、中国が何も差し出さなかったわけではない。貿易不均衡是正にあたっては、米国の農産品やエネルギー、工業製品などを「大量に購入する」としており、しかも農産品輸入は「直ちに開始」と言明が見られることから、この辺りがトランプ政権の溜飲を下げた可能性はある。だが、米国側が最も強く求めるポイントは「具体的な構造改革の進捗」であり、「農産品を購入するので追加関税は控える」という矮小化された話にはなるまい。また、米中覇権争い最大の火種とされる、補助金を投じて自国の重要産業を育成する「中国製造 2025」計画についても中国側が見直し方針を発表しているわけではない。メディアのヘッドラインは全体的に米国側の主張を報じているが、中国側の主張も合わせ見れば、交渉が進展する予感はいまひとつ。ちなみに今から 90 日後には例年 3 月に開かれる中国全国人民代表大会(全人代)が控えている。それだけに「協議決裂による国内経済への打撃は回避するはず」との目算がトランプ政権にはあるのかもしれないが、面子を重んじる中国がそのような重要な時期に「米国に譲った」という決断を堂々と取れるだろうかという疑問もある。

「90 日間の猶予」という結論を巡っては「一時休戦」という表現が多く見られるが、これには既視

感がある。今年 5 月 20 日、ムニューシン米財務長官が「中国との貿易戦争を保留にする」と述べ、米中貿易戦争の停戦が好感されたことがあった。しかし、そこから僅か 1 か月も経過しないうちに（厳密には 6 月 15 日に）トランプ政権は通商法 301 条を理由とする 500 億ドルの追加関税を公表し、世界を驚かせた。今に連なる対中関税の入口がこの動きであり、「停戦」から「制裁」まで一気に話が飛んだ印象であった。もちろん、今回は首脳会談であり、持つ意味はより重いが、こと本件に限らずトランプ政権の朝令暮改は日常茶飯事であることには留意しておく必要がある。

～そもそも「貿易戦争を止める」とは言っていない～

今回、最も気にすべきは、米国が着地点を示していないことである。中国が構造改革を進めて 90 日以内に協議が上手く進んだとしても、「貿易戦争を止める」とは一言も言っていない。90 日後の着地点として考えられるシナリオは多岐にわたるが、例えば、①2000 億ドルについての関税引き上げを取りやめる(10%→10%)、②2000 億ドルについての追加関税を撤廃する(10%→ゼロ%)、③(①を仮定した場合)既に 25%が課されている 500 億ドル分についても 10%へ引き下げる、④(②を仮定した場合)既に 25%が課されている 500 億ドル分についても追加関税を撤廃するなどが考えられる。もちろん、今回の協議対象はあくまで 2000 億ドルであり、①でも②でも「500 億ドルにかかる 25%は据え置き」という可能性もある。だが、中国の王受文商務次官のコメントとして、現在 25%の関税を課す 500 億ドル分の制裁措置について「取り消す方向で協議する」といったものが報じられている。少なくとも中国側は 500 億ドルにかかる 25%をゼロ%、少なくとも 10%にしたいと考えている模様である。裏を返せば、意図して協議を進めない限り、米国側は「500 億ドル」と「2000 億ドル」を切り分けており、「25%、500 億ドル」は別の話と考えている状況にも読める。

いずれにせよ米国側が着地点を明示していない以上、全ては推測の域を出るものではない。90 日後、何が起きるかはトランプ政権しか分かるまい。筆者の基本認識では、2020 年の再選を前にトランプ大統領が政権のアイデンティティであり、その象徴とも言える対中制裁関税が完全撤廃されるとはどうしても思えない。せいぜいベストシナリオは「①+500 億ドルの 25%も 10%へ」であり、セカンドベストシナリオは「①+500 億ドルの 25%は据え置き」といった程度ではないか。

～2020 年まで続く「壮大なマッチポンプ」～

なお、今回の休戦措置はクリスマス商戦という重要な時期を控えているため、米国側に「自身で回避できる余計なノイズは回避しておこう」というインセンティブが働いた結果という見方もある。90 日間あれば「12 月の次の利上げ」を実体経済や金融市場(とりわけ株式市場)は織り込むはずである。その時の状況に鑑みて、攻め手を再考するというのも十分間に合うと踏んだ可能性はある。冗談ではなく、90 日後にまた「30 日間の猶予を与えて云々・・・」という展開も無いとは言えないだろう。こうした「自分で火をつけて自分で消化を演出する」という国際金融市場を巻き来んだ「壮大なマッチポンプ」は恐らく再選を賭けた大統領選挙の行われる 2020 年までは続くのではないか。ゆえに、不透明感の払拭というフレーズと共に米中貿易戦争が完全に市場から消え失せ、市場心理が改善するような展開も、当面はメインシナリオとしては据えづらと思われる。

今後、仮に、トランプ政権の保護主義が明確に後退するような局面が来るとすれば、それは米国の実体経済や株価にはっきりとした腰折れ懸念が及び始めている時であろう。しかし、その際もトラ

ンプ大統領はそうした減速に対応するためにスタンスを変えたとは思われたくないはずであり、ほぼ間違いなく FRB への批判を先鋭化し、責任転嫁を図るはずである(もっとも FRB に責任が無いわけではないが)。奔放な言動が目立つトランプ大統領だが、それでも大して支持率が下がらない背景に「堅調な経済」と「高止まりする株価」があることは本人も承知の通りだと思われる。トランプ政権の先鋭化する保護主義、とりわけ対中強硬路線を修正するものがあるとすれば、それは首脳会談などの「話し合い」ではなく経済・金融情勢の減速という「目に見える懸念」であろう。この点、10 月以降、米株が高値波乱含みの状況となってきたことも、今回の休戦合意に寄与した可能性はある。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディーラーを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～応うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして……～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し……だが～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～鑑寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の変心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレードは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける險路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ～
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～