

みずほマーケット・トピック(2019年2月27日)

米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～

3月1日に予定されていた米国の対中関税は予想通り、引き上げが見送られた。報道等から得られる情報を整理する限り、少なくとも 対米輸入拡大に伴う貿易赤字の削減、競争的な通貨切り下げ禁止(いわゆる為替条項の導入)という米国にとって好ましい2点は妥結事項として盛り込まれていたものと推測される(だからこそ制裁が見送られ、交渉継続となった)。翻って、こうした論点はEUや日本との交渉でも登場する可能性が高いと考えるべきだろう。また、作成・公表を巡って揉めたと報じられる覚書についても、今後を見据えれば、そもそも中国がそれを遵守するのかという不安に加え、遵守したとしても貿易赤字削減に繋がる保証は無いという不安が残る。市場は「3月1日」の期限を大過なく乗り切ったことを受けてポジティブな雰囲気には包まれているが、米中通商交渉というフレーズが存在感を持つ時間帯はまだまだ続きそう。

～「生かさず殺さず」という予定調和～

2月24日、トランプ米大統領は、3月1日に予定していた追加関税の引き上げを見送り、「次に習近平・中国国家主席と会うことが出来るまで」交渉期限を延期すると述べた。本欄では「トランプ大統領としても自身の再選を図るためには『中国の不正貿易に立ち向かう大統領』を演じたいはずであり、ある程度、中国に対しては生かさず殺さずの扱いを進めるはず」との想定で相場見通しを検討してきた。この点、今回の先送り(しかも期限の明記無し)は極めて予定調和な結果であった。

文字通り、今回の決定は先送りであって市場の不透明感が払拭されたわけではないが、当面の懸念が払拭されたという節目でもあるので、米中貿易協議の現状と展望に関し一旦整理しておきたい。まず、当初の経緯を忘れている向きも多いと察するので簡単におさらいが必要だろう(右表)。昨年来、トランプ政権は対米貿易黒字を抱える国々を主たる対象として矢継ぎ早に制裁を打ち出してきたが、当初から中国との対決色が全面に出ていたわけではない。まずは2018年2月に洗濯機・ソーラーパネルに対するセーフガードが発動され、ここでは中国と韓国が対象となっ

これまでに検討されたトランプ政権の貿易措置

政策内容	根拠法	対象国	動機	担当省庁	日付		制裁の内容	
					決定	発動	対象額	税率
大型家庭用洗濯機と太陽光発電製品に対するセーフガード関税	通商法 201条	中国 韓国	国内産業への悪影響	USITC(米国国際貿易委員会)	18年1月23日	18年2月7日	-	洗濯機: 最大50%、太陽電池: 最大30%
鉄鋼およびアルミニウム製品に対するセーフガード関税	通商拡大法 232条	全世界	国家安全保障	商務省	18年3月8日	18年3月23日	-	25%
自動車および同部品に対するセーフガード関税	通商拡大法 232条	全世界	国家安全保障	商務省	2019年5月17日までに大統領が決断し、6月1日までに実施	-	-	未定
対中国、制裁関税(第一弾)	通商法 301条	中国	知的財産侵害	USTR	18年6月15日	18年7月6日	340億ドル	25%
対中国、制裁関税(第一弾)	通商法 301条	中国	知的財産侵害	USTR	18年8月7日	18年8月23日	160億ドル	25%
対中国、制裁関税(第二弾)	通商法 301条	中国	知的財産侵害	USTR	18年9月17日	18年9月24日	2000億ドル	10%

(資料) 米商務省、USTRなどを中心に各種報道から筆者、制裁対象額は対中制裁関税で米側が公表しているものに限定した。

た。翌3月、セーフガードは鉄鋼・アルミ製品に対しても発動されたが、ここでは国家安全保障を理由として全世界(一部を除く)が対象とされた。その後の5月、自動車および同部品に対するセーフガードが検討され、270日間の調査を経て今年2月に米商務省から大統領へ報告書が提出されたことは本欄¹で議論した。これも国・地域で言えばEUや日本への強力なカードとして注目されている。ここまででも十分、先鋭的な保護主義対応なのだが、この時点ではまだ「中国狙い撃ち」の色彩は薄く、米中貿易戦争ないし米中貿易協議というフレーズもさほど耳にしなかった。

～米中貿易戦争、実質的な開戦は「2018年7月6日」～

トランプ政権における保護主義政策が対中貿易摩擦と同義語のように語られるようになり始めたのは2018年6月以降である。厳密には6月15日、米通商代表部(USTR)は、通商法301条(以下301条)に基づき、中国の技術移転策に対する制裁措置として追加関税を賦課する対中輸入500億ドル(1102品目)のリストを公表した。このうち340億ドルについて25%の追加関税が実際に賦課されるようになったのが7月6日であった。就任以来、強い語気で対中強硬策を謳ってきたトランプ大統領だが、攻撃対象を中国に限定した上で実際に追加関税を賦課したのはこれが初めてである。ここから、両国間で追加関税の応酬が始まったことを思えば、米中貿易戦争の実質的な開戦は「2018年7月6日」だったと言えるかもしれない(ちなみに同日、中国は同額・同率の制裁関税を決定している)。この一連の動きがショッキングだったのは、トランプ政権は5月19日に貿易赤字削減に関する中国政府との共同声明を発表し、追加関税の実施を見合わせるとしていた経緯があったことだ。しかし、この方針は5月29日に突如撤回され、6月15日の追加関税リスト公表、そして7月6日の関税賦課に至った。改めて対中制裁への強い思いを確認する展開であり、ここから「米国 vs. 中国」という対立構図が市場の一大テーマとなり始めた。

その後、340億ドルの残額160億ドルに対し25%が8月7日に、2000億ドルに対し10%が9月17日に決定され、それぞれ8月23日と9月24日に賦課が始まっている。今年に入ってから注目されてきた追加関税の引き上げ期限「3月1日」はこの最後の2000億ドルに対する10%を25%にするか否かという話である。本来は2018年12月1日が期限であったが、これが米中首脳会談の結果として今年3月1日に90日間、先送りされていた。

～「任期のある米国大統領」vs.「任期のない中国国家主席」～

筆者は昨年12月1日の米中首脳会談後の本欄2018年12月3日号『米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～』において、以下のように述べた：

- 冗談ではなく、90日後(の2019年3月1日)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年までは続くのではないか

あれから90日間が経過し、またもマッチポンプを見せつけられることになった。この点、全てはト

¹ 本欄2019年2月20日号『自動車関税を前に考える日欧の立ち位置』をご参照下さい。

ランプ大統領の交渉戦術通りに進んでいるようにも見えるが、実情はそうでもなさそうである。今回、米中両政府は3回(①1月30～31日、②2月14～15日、③2月21～24日)の閣僚級会合を開催し、第3回目の最終日である2月24日にランプ大統領から再延期が表明された。だが、このタイミングで公表されると囁かれていた覚書やこれに付随する共同声明などが出たわけではない。この点、なかなか合意をまとめられない対中強硬派の筆頭・ライトハイザーUSTR代表に対しランプ大統領が不満を募らせているとの報道が出ている。具体的には、協議の成果が覚書という形式になるとのライトハイザー代表の説明に、ランプ大統領は「覚書は好きではない。何も意味しないからだ」と批判、これにライトハイザー代表が覚書の法的拘束力を強弁し大統領の逆鱗に触れたという話が報じられている。政権内の人間関係の実際のところは知りようがない。だが、こうした動きの背景にはやはり焦りもあると推測され、「任期のない中国国家主席」が「任期のある米国大統領」を徐々に押し込み始めているようにも見える。上述したように、ランプ大統領は2020年の中間選挙を念頭に『中国の不正貿易に立ち向かう大統領』を演じつつ、支持者にアピールを続けたいのであろうが、「覚書程度ではアピールになりえない」、「中間選挙まで時間がない」という焦りが保護主義派の盟友とも言えるライトハイザー代表にも辛く当たらざるを得ない状況に繋がっているのではないかな。

～対日為替条項は不可避か～

また、この点も本欄で議論したが、対中協議が一旦棚上げされると、その浮いた時間が対EUや対日本の通商協議に費やされる可能性が出てくる。ランプ大統領は輸入自動車関税の実施可否について5月18日までに決断する必要があるが、EUと日本については通商協議中につき、そのような行動が取れないという自己制約を設けている。少なくとも5月下旬に日米首脳会談を控える日本との通商協議はそれまでに形にしておきたいという思いがあるのだとすれば、次にランプ政権が動くのは日米物品貿易協定(TAG)交渉になるだろうか。

今回の対中協議については最終的に書面化された情報がないため今後の米国の姿勢を推し量る上での含意を得にくい。報道等から得られる情報を整理する限り、少なくとも①対米輸入拡大に伴う貿易赤字の削減、②競争的な通貨切り下げ禁止(いわゆる為替条項の導入)という米国にとって好ましい2点は妥結事項として盛り込まれていたものと推測される(だからこそ制裁執行ではなく再延期になった)。翻って、こうした論点はEUや日本との交渉でも登場する可能性が高いと思われる。とりわけ②については「対中貿易交渉の一環として、人民元相場の安定を維持するよう求めた」という報道が漏れ伝えられており、新・北米自由貿易協定(USMCA、新NAFTA)でも導入された経緯がある。やはり、日本に対しても意欲的にその導入を求めてくる可能性は非常に高いであろう(ムニューシン米財務長官はその旨を発言している)。真っ当に考えれば通商政策と通貨政策は別管轄で行われるべきだが、そのあたりの常識が一切通用しそうにないのが悩ましいところである。

～不透明感が色濃い状況は全く変わらず～

話を米中協議に戻す。注目の「3月1日」が延期されたことで金融市場には安堵が広がっているが、米中協議が金融市場の不安材料でなくなったわけでは全くない。今後、仮に米国(USTR)の求める覚書が打ち出されたとしても、例えば①遵守を巡る不安、②遵守したとしても効果を巡る不安が市場心理に押し掛かることが目に見えている。例えば①。覚書という形式に至らなかったのはそ

れが備える法的拘束力に関し米中間で合意が取れなかった、言い換えれば「技術移転の強要など、構造改革の遵守について厳格性を強いられるのを中国が嫌った」という見方が成り立つ。しかし、仮に覚書の法的拘束力を認めた上で中国がこれを受け入れた場合でも不安がある。その場合、米国側は PDCA サイクルに基づいて着実にその進捗をフォローするはずであるが、これが円滑に進む保証は全くない。かつて欧州債務危機においてギリシャは国際金融支援で求められた四半期ごとのコンディショナリティを遵守せず、その都度、市場不安が定例的に高まるという局面があった。この先、中国が覚書を受け入れても遵守を巡って市場が不安を抱くという展開が容易に想像される。

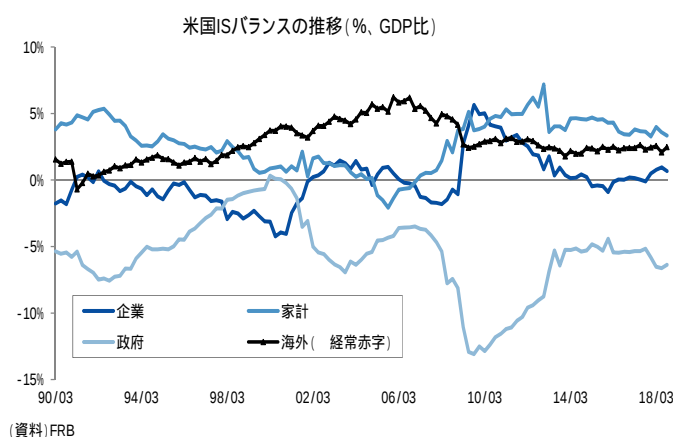
次に②だ。エコノミストとしてはこちらの方がより気になる。理論的には中国が覚書を受け入れ、そして遵守しても米国の経常赤字ないし貿易赤字が消える可能性は低い。貯蓄・投資 (IS) バランス上、投資過剰 (貯蓄不足) という米国経済の構造が変わらない限り、二国間交渉で中国からの輸入を制限しても、その分は他国からの輸入増加に振り変わるだけである。例えば、度重なる貿易摩擦を経て輸出自主規制や輸入拡大ひいては通貨高を甘受してきた日本の対米貿易黒字がなくなっただろうか。その間に米国の経常収支や貿易収支の赤字体質は改善されただろうか。全く変わっていない。たとえ日本からの輸入を制限しても、IS バランスが変わらなければ、米国は日本以外からの輸入を膨らませるだけだ(事実としては日本の対米黒字が減る過程で中国のそれが増えた)。

現状、米国の IS バランスを見ると政府部

門の巨大な貯蓄不足が海外部門の巨大な貯蓄過剰(≡経常赤字)と裏表である(図)。

拡張財政に邁進してきたトランプ政権はこの理論的かつ基本的な事実を踏まえ、必死に時間と政治資源を費やしても、最終的に欲しい結果(米国の貿易赤字解消)が得られる可能性が低いことを認識する必要がある。今後、トランプ政権は攻撃的な二国間交渉を通じて日本や中国やEUの対米輸入

の強制的な拡大を強いるのだろうが、自国の(政府部門も含めた)過剰な消費・投資体質を変えない限り、徒労に終わるだろう。もっとも、中国に関しては、やや事情が異なる部分もあるのが厄介である。米国側が最も毛嫌いする「中国製造 2025」はそもそも通商問題ですらない。次世代先端技術を巡る覇権争いなのだとなれば、対米貿易黒字がどうであろうと争いは続く。どちらも覇権を譲るつもりはないであろうから、最悪、トランプ政権が終わった後も続く恐れがある。金融市場は「3月1日」の期限を大過なく乗り切ったことを受けてポジティブな雰囲気包まれているが、米中通商交渉というフレーズが存在感を持つ時間帯はまだまだ続きそうである。



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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常態にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCの前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
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」～
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」が勢いづかない理由
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	ノーディール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「70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」が勢いづかない理由
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～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際と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～