

米中摩擦再燃で中国の「次なる一手」を考察する

～色々と「噂」は出るが、現実には繰り出せば「しっぺ返し」に繋がるリスクも～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- 米中摩擦は昨年末の米中首脳会談を経て一時休戦し、その後は米中協議が行われたほか、中国が表面的に譲歩する動きもみられた。しかし、今月初めにトランプ米大統領が対中制裁の強化を決定し、中国政府も対抗措置を発表するなど米中摩擦は再燃している。米中双方は協議継続を謳うものの、合意内容を巡って歩み寄りを見せる余地は小さいため、早々に事態打開が展望出来る状況にはないと判断出来る。
- 金融市場では中国の「次の一手」に注目が集まる。その背景には、短期戦を望む米トランプ政権と、長期戦で構える習政権との差も影響する。米トランプ政権に打撃を与えるには足下で堅調な推移が続く株価の下落だが、世界経済及び金融市場の連動性の高さを勘案すれば、米国市場にのみ悪影響を与えることは難しい。年明け以降底入れした中国株が変動すれば、中国の内需にも悪影響を与えるなど困難な対応が迫られよう。
- 一部では人民元安誘導による輸出喚起を目指すとの向きもくすぶる。ただし、2015年の「チャイナ・ショック」の引き金になったほか、足下では経常黒字が縮小するなどファンダメンタルズが異なるなか、ここ数年の対外開放で海外資金が出入りしやすくなっている。米国債売却も人民元安を誘発するリスクがあり、現実には難しい。仮に米国が「為替操作国」に認定すれば、米中協議が難航する可能性もあり、そうした対応を難しくさせる。
- 他方、レアアースを米中協議の切り札に使うとの見方も根強く、足下では米国へのけん制を強める動きもみられる。ただ、過去に日本に対する「嫌がらせ」で行使した際はWTO違反に認定されるなど「もろ刃の剣」である。さらに、米国は中国の対抗措置を予想して準備する動きもみられるなど、長期戦の構えもみせる。実際に行えば新たな問題を生じさせるリスクもあり、様々な噂は出るものの、その実現のハードルは高いと言える。

米中貿易摩擦を巡っては、米トランプ政権による対中貿易制裁の発動に対し、中国・習政権も報復制裁に踏み切ることで激しい制裁措置の応酬が繰り広げられてきたが、昨年末の米中首脳会談を経て協議実施を前提に米トランプ政権が追加制裁の発動停止に合意し、『一時休戦』状態となった。その後、米中両国は断続的に協議を行い、米中首脳会談での合意に基づき、中国政府が米国産穀物の大量調達、米国からの自動車輸入に対する追加関税の一時停止を決定するなど譲歩する動きもみられた。さらに、中国政府は今年3月に開催した全人代（全国人民代表大会）において、米トランプ政権が中国政府に再三要求した知的財産権の保護及び中国進出企業に対する技術移転の強要防止に取り組むべく「外商投資法」の制定に動くなど、外形上は中国政府の事態打開に向けた積極姿勢もうかがわれた。しかし、今月に入って以降はトランプ米大統領が一転して対中貿易制裁を強化する方針を明らかにし、米国時間の10日未明に中国からの年間輸入額2000億ドル相当に対する制裁関税（いわゆる『第3弾目』）の税率を10%から25%に引き上げた。これに対して中国政府は、13日に米国からの年間輸入額600億ドル相当に対する制裁関税の税率を5～10%から5～25%に引き上げる報復措置を6月1日付で発動することを発

表した。さらに、米トランプ政権は13日に中国からの輸入品3805品目（年間輸入額約3000億ドル相当）に対して最大25%の制裁関税（いわゆる『第4段目』）の発動に向けた準備を進める方針を明らかにするなど、米中摩擦は再燃している。なお、米トランプ政権による対中制裁『第4段目』については発動時期が不明な上、中国政府はこれに対する報復措置の内容を発表しておらず、現時点でその影響を推し量ることは難しい状況にあるが、仮に米中双方が互いの輸入品ほぼすべてに制裁関税を課す事態に発展すれば、経済規模に対する貿易額との兼ね合いから中国により大きな悪影響が及ぶことは避けられない。その後も米中両国政府は協議を継続する方針を示しているほか、米トランプ政権は一旦中国の通信機器大手企業に対する取引禁止措置を発表したものの、その後にトランプ米大統領は来月行われるG20（20ヶ国・地域）首脳会合の場での米中首脳会談の実施を前提に制裁緩和の可能性を示唆する動きもみられ、現時点で米中間の交渉が決裂したと判断するのは早計である。ただし、中国政府は米中合意の前提として米トランプ政権による対中制裁の『全廃』を求めるほか、いわゆる「原則をめぐる問題」における譲歩の可能性を否定するなど、早々に事態打開の道筋が描ける状況にはない。さらに、中国政府は足下の状況について合意文書のドラフトを交換し合うなど前進している旨の説明を行ったが、その後の報道では、米国が提示したドラフトに対して中国は大幅に削除した上で米国に突き返したとされ、中国側が望む「互いの国家の尊厳に配慮した表現にすべき」とする要求を強めている。こうした点でも、米中両国が本当の意味で歩み寄りの姿勢をみせることは極めて難しくなっていると判断出来る。

なお、こうした状況において注目を集めるのは中国側が如何なる『次の一手』を打つのかであろう。上述のように経済規模に対する貿易額の比率を勘案すれば、米中双方が互いの輸入品すべてに制裁関税を課した場合における実体経済への打撃は、必然的に米国に比べて中国の方が大きくなるため、足下のような制裁の応酬という単純な構図は中国に分が悪い。よって、金融市場には中国側が別の手段を用いることで米国経済に打撃を与えることを画策するとの見方が根強くある。この背景には、2016年に行われた米大統領選挙を通じて選ばれたトランプ氏は来年の次期大統領選での再選を果たさねば任期が途切れる一方、昨年の中全会での憲法改正に伴い国家主席の任期に関する規定が撤廃されたことで習氏は事実上の『終身制』を採ることが可能になったことがある。つまり、米中摩擦を『時間軸』の観点で見れば、米トランプ政権は『短期戦』を通じて可能な限り中国側の譲歩を得るべく徹底攻勢を仕掛ける必要がある一方、習政権は当初は米トランプ政権の攻勢に即座に対抗措置を講じる『主戦論』的な立場を採ったものの、その後は短期的には『表面的な譲歩』で米トランプ政権の批判を交わすことで実質的な時間稼ぎを狙う『長期戦』に転じたと考えられる。そして、トランプ米大統領が次期大統領選での再選を果たすためには、過去の米大統領選の状況を勘案すれば米国経済の動向が左右する上、なかでも株価の動向がその行方を大きく左右する傾向がある。米中摩擦の激化にも拘らず米トランプ政権が好調を維持する背景には、足下の株価が上昇傾向を続けていることがあり、昨年末にかけての株価調整局面ではトランプ米大統領が米中摩擦の早期改善期待を示唆する発言を繰り返し行ったほか、年明け直後に米FRB（連邦準備制度理事会）が『ハト派』姿勢に転じたことも追い風に株価が底入れするなど事態打開が図られた。したがって、習政権は米国株に如何に打撃を与えられるかを注目しているとみられるが、世界経済はグローバル化の進展に伴い連動性を高める『カップリング』の傾向が強まっている上、近年の世界的なマネーの膨張とともに取引速度が急激に速まり、仮に米国株に調整圧力が強まれば、翻って

中国本土株に対する調整圧力となることは避けられない。足下の中国においては家計部門の資産に占める株式の割合が比較的高く、中国本土株に調整圧力が強まればバランスシート調整圧力を通じて家計消費に悪影響を与える『ブーメラン』ともなり得る実情を抱える。昨年中国経済においては、習政権が主導するデレバレッジ（債務抑制）策に加えて米中摩擦の激化を理由に株価に対する調整圧力が強まり、家計消費の重石となる展開が続いたことも景気減速の一因になった経緯がある。よって、米国金融市場のみを『狙い撃ち』する形で攻撃することが事実上難しいなかでは中国側も安易な対抗策を打ち出せず、足下の慎重な対応に繋がっている可能性がある。

こうしたなか、米中摩擦の激化に伴い中国の対米輸出が打撃を受けるものの、輸出全体の維持を目指すべく人民元安誘導による価格競争力向上により米国以外向けの輸出拡大を図るのではとの観測は根強い。事実、過去には中国経済の減速懸念が意識された際に人民元安誘導を通じた輸出拡大により景気下支えを図る動きがみられたものの、2015年夏に中国人民銀行（中銀）が実施した実質的な人民元相場の切り下げでは、その前に株式相場がバブル的な上昇を遂げた後に急落する事態を招いていた事情も重なり、資金流出圧力の一段の加速に繋がるいわゆる『チャイナ・ショック』を誘発した。当時は資金流出に伴う人民元相場の一方的な下落圧力を喰い止めるべく当局は積極的な為替介入を実施する事態に追い込まれ、結果的に外貨準備高が大幅に減少するなどの悪影響も顕在化した。なお、当時の中国経済は巨額の貿易黒字を背景に経常赤字も黒字基調が続くなど、マクロ的に『カネ余り』であったものの、足下では米中摩擦の激化や世界経済の減速懸念などを理由に貿易黒字が縮小し、海外旅行者数の拡大を通じてサービス収支は赤字傾向を強めていることで経常黒字は縮小している。他方、2016年にはIMF（国際通貨基金）が加盟国に配分する資金融通の権利及びその単位である

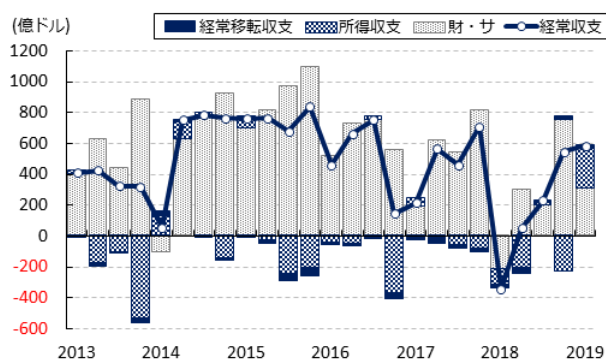
SDR（特別引出権）の構成通貨に人民元が採用される動きがみられた。さらに、昨年には国際的な株価指数の開発・算出を行う米MSCI社が中国本土株を同社が算出するグローバル新興国株式指数に組み入れ、年明け以降は組み入れ比率の拡大を発表するなど人民元及び中国株に海外資金が出入りしやすい土壌となっている。さらに、米中摩擦が勃発して以降は中国政府が保有する米国債の売却が狙い上がる傾向があるが、仮に中国政府が米国債に対する売却圧力を強めれば米国金融市場にとっては資金吸収に伴う事実上の引き締めと同じ効果が現われ、結果的に米ドル高圧力が強まり、相対する形で人民元安圧力が加速するリスクがある。よって、昨年以降の中国による米国債保有残高は幾分減少する動きが

図1 株式指数(上海総合指数)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

図2 経常収支の推移

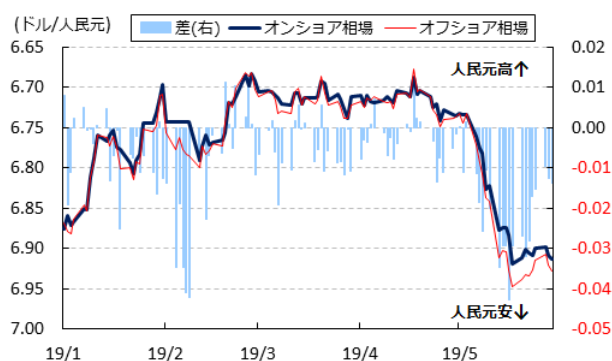


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

みられるものの、上述の要因を勘案すれば一方的に保有残高を減らす可能性は低いと考えられる。人民元相場に対する警戒感は当局者も示しており、郭樹清氏（人民銀行党委書記、銀行保険監督管理委員会主席）は国営メディアに対して「米中摩擦再燃でも株式及び為替市場は混乱しておらず、中国は意図的に通貨を切り下げる措置を採ったことはない」と述べたほか、易鋼氏（人民銀行総裁）も「人民元相場の安定に自信を持っている」と述べるなど、人民元の切り下げに動く可能性を否定している。こうした一連の動きは、今月に入って以降の米中摩擦の再燃を受けて外国人投資家による自由な取引が可能なオフショア市場が主導する形で人民元安圧力が急速に強まっていることへのけん制の意味合いも強い。他方、人民元安圧力が一方向的に強まることをきっかけに、米財務省がいわゆる「為替報告書」において中国を『為替操作国』に認定する事態に発展すれば、米中協議の継続が一段と困難になると予想されることも影響した可能性はある。こうした点でも、人民元安をてこにした対応は難しいと考えられる。

他方、以前に中国と日本との関係が急速に悪化した際に、中国政府が日本に対して行った事実上の制裁措置としてレアアースの実質的な輸出規制措置があり、今回の米中摩擦の再燃においても中国が同様の対応を『切り札』に用いるとの観測が高まっている。習近平氏は今月に入って以降、レアアースの生産地を訪問して関連企業を視察しており、米中協議の中国側代表団を率いる劉鶴副首相も同行するなど、米国に対するけん制を強めている。また、共産党機関紙の人民日報の姉妹紙である環球時報の胡錫進編集長が自身のSNSにおいて、「私の知る限りでは、中国は真剣に米国へのレアアースの輸出規制を検討している。中国は将来的に他の手段でも対抗策を採るであろう」と書き込むなど仄めかす動きもみられる。習政権に入って以降、党宣伝部が主導する形で各種メディアに対する『締め付け』を強めていることを勘案すれば、共産党系メディアが党中央の意見を逸れる形で発信を行うことは難しく、胡氏個人の考えを超えたものとの見方は出来る。ただし、胡氏自身は過去にもスタンドプレー気味に発信を行う傾向がある上、同氏が編集長を務める環球時報は人民日報と姉妹紙ではあるものの、両紙の間では共産党及び中国政府の発信内容とニュアンスが微妙に異なる動きもみられる。さらに、胡氏は今回の発信を中国国内では閲覧不可能なSNSでのみで行っており、この発信が米国及び国際金融市場に対するブラフ（はったり）である可能性も捨て切れない。他方、政府のマクロ経済政策を統括する国家発展改革委員会の『高官』は、国営通信の新華社に対して「政府はレアアースの国内需要を優先する見通しだが、他国に対しても妥当な需要を満たす用意はある」との考えを示すなど明言を避けている。こうした背景には、米トランプ政権が発動及び発表している対中貿易制裁措置ではレアアースを制裁対象から外しており、電気自動車関連や医療機器関連、通信技術関連、家電関連などハイテク関連で幅広くあらゆるものの生産に不可欠な上、その輸入の大宗を中国に依存していることがある。昨年の世界のレアアース生産量の約7割を中国が占めているほか、処理済加工物ベースではこの水準を上回るなど関連分野では中

図3 人民元相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

国が絶対的な存在感を示しており、中国はレアアースをてこに米中協議の事態打開を図りたいとの思惑も透けてみえる。ただし、上述の日本との関係悪化の際にレアアースを材料に『嫌がらせ』を行った際は、日米欧が共同でWTO（世界貿易機関）に提訴した結果、中国の措置がWTO協定違反と認定されて措置撤廃に追い込まれた。足下では米トランプ政権が保護主義的な動きを強めるなか、中国政府は様々な国際場裏で『自由貿易の守護者』然とする動きをみせてきたが、仮にWTOでの係争ごとを抱えれば習政権の足を掬うことになりかねない。さらに、中国によるレアアースの実質禁輸措置に伴い国際市況が高騰した結果、当初は国内の関連産業に対する管理強化を目指したにも拘らず、実態としては違法操業が急増する事態となり、足下では供給過多の状況が市況悪化を招く一因になっている。そして、中国によるレアアースの実質禁輸措置を受けて、日本や米国では調達先の多元化を進める動きが活発化するなどサプライチェーンを通じた順応力が向上したほか、レアアースの代替材料の開発が進むなど新たなイノベーションに繋がった経緯もある。すでに米国は中国の対抗措置を予想する形で準備を進める動きもみられ、中長期的にはレアアース関連での中国の存在感が低下する可能性も出ている。その意味では、こうした点でも中国の『異様性』が再び際立つとともに、元々『長期戦』を前提に米中協議に取り組もうとした思惑にもズレが生じることも予想される。その意味では、中国の対抗策は色々と噂ベースで持ち上がるものの、実際に実行段階に移せば新たに様々な問題を生じさせるものが多いなど、単純な話ではないと捉えることが出来よう。

以 上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

