

## 中国危機が訪れるかどうかは、習近平国家主席にかかっている

2017年3月16日

### トランプ氏が米大統領にされて保護貿易主義の姿勢を示すなか、中国とアジアが再びグローバルなスポットライトを浴びています

ほんの一年前、中国は資本流出、レバレッジ超過、グローバル及びシステミックに影響するハード・ランディングなどへの懸念から、話題の中心にありました。しかし、ハード・ランディングは顕在化することなく、2015年中旬から実施された財政刺激策と米連邦準備制度理事会 (FRB) による低金利政策が長期的に続けられたことが助けとなりました。そして、おそらくブレグジットと米大統領選挙によって中国がニュースの一面を飾る回数が減り、悪循環の進行が食い止められました。

しかしながら、トランプ氏の当選によって新たなリスクが生まれました。つまり、米中の貿易戦争です。これは最後の決定的な一撃となり得るもので、中国国内の脆弱性が再び浮き彫りとなりました。高齢化や民間部門の負債が高水準であるといった、地方が構造的な問題を抱えているということに焦点が当たり、アジア全体への影響も懸念されました。

とは言うものの、購買担当者景況指数 (PMI) といった高頻度で発表される指標は、いくらか上向いてきています。なかでも、1月及び2月の中国の貿易関連の指標や、その他の国でも製造業関連指標が堅調となり、アジア及びグローバルな経済成長の新サイクルにおいて最も高い水準となりました。



**グラハム・ストック**

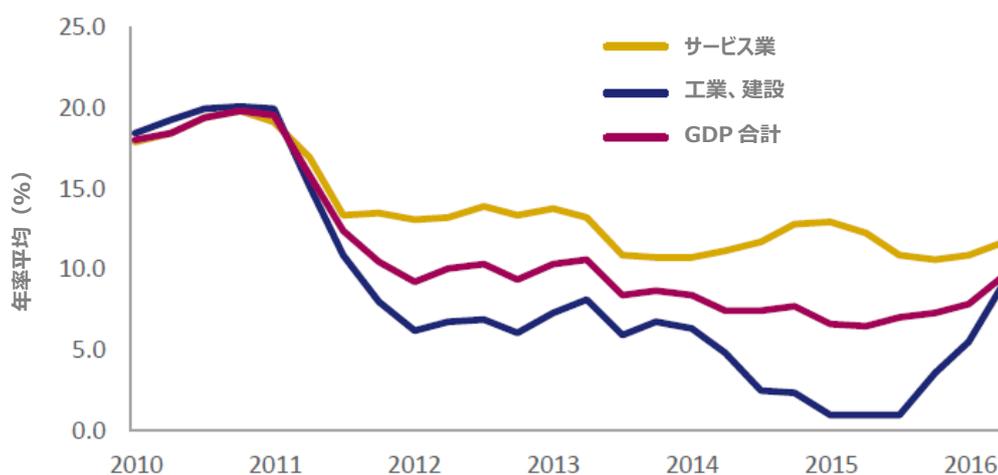
エマージング債チーム  
シニア・ソプリン・ストラテジスト



**ティモシー・アッシュ**

エマージング債チーム  
シニア・ソプリン・ストラテジスト

**図 1 : 中国の GDP (名目値)**



出所 : China National Bureau of Statistics, BlueBay, 2016年12月

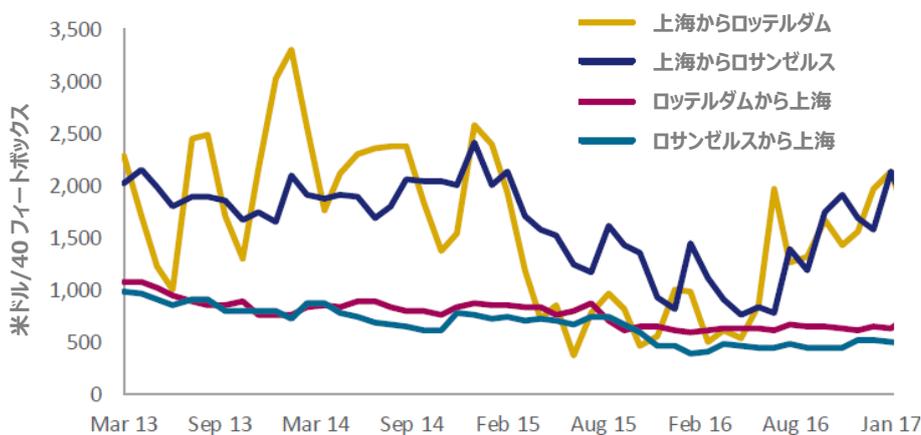
しかし、指標には強弱があります。PMIの中で、新規輸出受注や企業信頼感は勢いを失う一方で、製造業セクターにおける資本財及び原料の輸入は堅調で生産が今後増えることを示唆しています。そのため、中国やアジアが、強い立場にあることで貿易摩擦に直面するのか、すでに輸出が減速していることで貿易摩擦に直面しないのかを、はっきりと指し示すことは難しいです。

## すでに前例のない地点にいる中国

過剰な債務を抱えていることを考えると、論理的にも経験的にも、中国が大きなシステミックな危機に陥る可能性が高いと言えますが、これが今年起きるとは考えていません。産業革命時の英国、1990年代の新興工業国(NICs)、1990年代の東欧及び旧ソビエト連邦、2000年代のトルコなど、いずれも経済モデルの転換期には必ず大きな調整と危機がみられました。特に古い金融モデルを新たなものに置き換える時に、古いモデルの非効率性を認識することはトラウマ的ですが本質的でもあります。

中央政府による計画経済から市場主導の経済への移行はかなり進捗している中で、輸出や投資主導から消費主導の経済成長へという、第二弾となる重大なる移行を中国は現在実施しています。そのため、仮に中国が大きな市場の調整に見舞われることがなければ、それは奇跡のようなもので、むしろ問題はそのタイミング、規模、グローバルに与える影響、ということになるでしょう。

図 2 : 中国発着の輸送運賃



出所: World Container Index, Drewry, Bloomberg, 2017年3月9日

大統領選キャンペーンと選挙後の発言からは、中国が矢面に立つ形で、トランプ氏の保護貿易主義が混乱のきっかけとなりそうでした。しかし、伝統的な共和党のビジネス友好的な政策がホワイト・ハウスのスタンスを緩和しているようで、首脳会談で両首脳が相性が合えば、今後数ヶ月間でさらに緩和する可能性があります。

米国の対立的な姿勢は、今年中国にとって最も必要のないものです。10月に開かれる第19回中国共産党大会を前に、中国当局者は事を荒立てたり、過度のリスクを取らないことに注意を払っています。これは、全国人民代表大会大会のレポートのなかで明確に示されました。名目GDP成長率のターゲットは「6.5%か、可能ならばそれをやや上回る水準」とされ、2016年の6.5%から7.0%という目標からやや引き下げました。

さらに重要なことに、首脳陣は改革を行わずに6.5%の経済成長を持続的に達成することは困難であるとの見解を示し、2015年から16年に実施した異次元の緩和策を縮小することを示唆しました。これは金融引き締めを行っていることと一貫しており、中国銀行業監督管理委員会の郭樹清主席は、資産運用商品とシャドー・バンキングの管理を強化する任務があることを強調しました。

市場は、バスケット通貨に対する人民元の動きを安定させようとする中国の意思をまだ評価しておらず、米ドルに対する人民元のレートは、その他の通貨に対する米ドルの動きに左右されています。国内の金融引き締めと、より厳格な資本流出のコントロールは、外貨準備の減少によるコストを減らし、バスケット通貨に対する安定性をもたらすと思われる。

## トランプ氏と中国との交渉術

トランプ政権の一部は、中国との貿易関係の見直しを真剣に図ろうとしていると考えられます。そうした勢力は、中国の軍事及び地政学的脅威への対抗を試みようとする外交政策のタカ派と共通認識を持っています。トランプ氏は、「一つの中国」政策に疑問を投げかけ、南シナ海での中国の勢力拡大を阻止しようと威嚇することで、第一歩を踏み出しました。他の政権当初の政策と同様に、この数週間ではより緩和的な姿勢がみられ、トランプ氏は習主席との電話会議を通じて「一つの中国」を認めました。政策が手探り状態にあるのか、交渉術における戦術的な先手なのか、まだわ

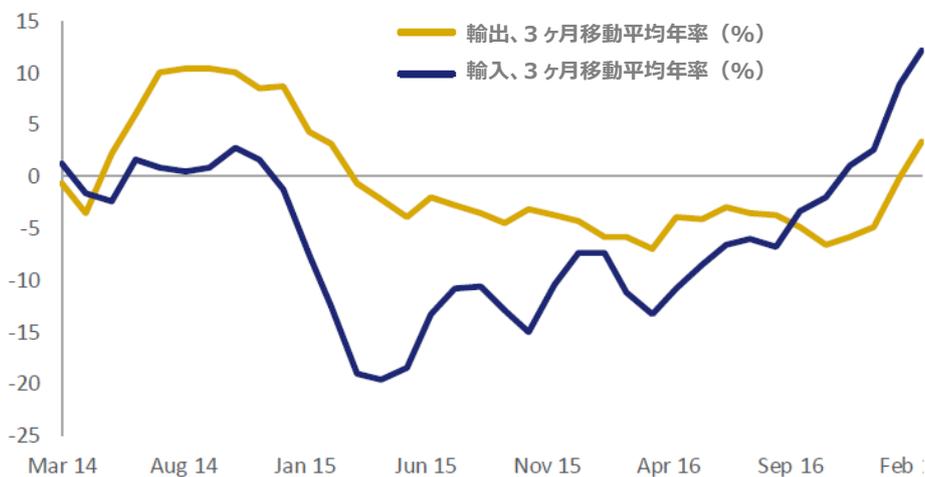
かりません。

トランプ氏は貿易協定を結びたいと考えているようです。米国から中国への輸出を増やす、つまり中国から米国への輸出の継続を認める代わりに、米国に対する中国の巨額の経常黒字を削減したいと考えていると思われます。最終的に、Win-Winとなる結果がもたらされるとみっていますが、やや米国有利ものになると考えています。そこに行き着くまでの戦術は、今後数ヶ月間で明らかになっていくと考えています。

タイミングはトランプ氏に有利に働いています。上述のとおり、習主席は党大会を前に力が弱まっています。より大きな危機を生む可能性のある、米国との完全な貿易戦争というリスクを回避したいと思われます。取引を行う可能性は高いとみっていますが、中国のナショナリストな心理によって越えられない一線があるでしょう。習主席は、「一つの中国」及び南シナ海の政策について譲歩することはできないとみえています。貿易面は相対的に妥協できる点であると思われます。

2016年、中国は米国に対して4,360億米ドルの輸出を行う一方、輸入額は1,160億米ドルでした。すべての貿易交渉と同様に、交渉の流れは複雑なものになると考えています。受注を失うという脅威に対抗するため、中国は、食品及び農業、航空宇宙、エネルギーといった産業で米国国内のロビイストと利害を共有するとみえています。

図3：中国の貿易



出所: China General Administration of Customs, Bloomberg, 2017年2月

社会の混乱への中国側の懸念から、ビッグ・バン型の自由化は認められなかったとしても、サービス業、銀行、ITといった産業は、米国企業に進出が容易となり、餌として使われる可能性があります。中国が先手をとって関係を改善する努力を見せるかもしれません。例えば、米国の製造業セクターへの大型の投資や、インフラの改善を支援するといった発表を行うかもしれません。中国が保有する米国債を売却するという脅威を示すことは最終手段として残されます。

両者ともに失うものが多すぎることから、米中関係については良好な結果がもたらされると期待していますが、市場の観点からの難しさは、その動きをどのように上手く捉えるかということです。どのような取引を前にしても、トランプ氏は緊張を高めようと思われれます。「一つの中国」に反して、台湾総統と仲良くするだけでは十分ではなさそうです。短期的にさらなる緊迫がみられると考えています。

このレポートは2017年3月13日のファイナンシャル・タイムズの*Beyond Brics*にも掲載されています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人日本投資信託協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年3月22日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

中国危機が訪れるかどうかは、習近平国家主席にかかっている