



意見の対立；出張報告

2018年9月26日

先日、米国出張に行ってきましたが、米国と中国の二国間における、貿易推進派のキープレイヤーが不在であるために、両国間で繰り広げられている関税問題には解決の糸口が見つかりませんでした。



候 振博

エマージング市場
ソブリン・ストラテジスト

9月中旬にワシントン DC とニューヨークを訪れましたが、そこで見たことが一つだけあります。それは「トランプ大統領の中国への追加関税には終わりが無い」ということです。

- 中国に対してトランプ大統領が仕掛けている戦争は貿易に対してではありません。むしろ覇権に対するものです。
- 中国からの輸入品 2,000 億米ドル相当に対する 25%の関税を課すことは不可避と思いますが、段階的に実施されていくものとみられます。
- 中国からの輸入品 5,000 億米ドルすべてに対して関税が課される可能性は 50%以上であると考えています。
- 中国に厳しい姿勢を貫くことに対しては、共和党および民主党の両党からの支持があります。中間選挙の下院で民主党が勝利した場合、中国に対する圧力は一層強まるでしょう。貿易摩擦は貿易以外の分野へと広まる可能性があるかもしれません。
- 政府高官による両国間交渉は崩壊しています。

出張に行く前は、中国に関税を課すことは米国にとってプラスにはならないと考えていました。しかし、出張から戻ってきてからは、米国にとって今こそが中国を攻撃する好機である、という強い確信を持っています。

それには以下の3つの理由が挙げられます。

- 1) ポピュリストや保護貿易主義の姿勢は、政治面で幅広い支持を得ています。
- 2) 米国経済はうんざりするほど強く、米連邦準備制度理事会（FRB）は少なくとも2019年前半までは自動操縦モードの金融政策を続けるとみられます。
- 3) 中国の態度の変化を望む両党からの幅広い支持があります。

米中間の戦略的ところが問題に陥っています。

中国に対する米国の政策を示す最も適切な言葉は「関係解消」でしょう。両国経済の相互依存関係を認識しながらも、米国は中国へ関税を課すことが自国の不利益になることを理解しています。

その痛みを最小限とするために、最終的には中国から離れていくことを米国は狙っているのでしょう。

中国と米国は1978年から2017年にかけては「協働するライバル」でしたが、2018年からは「対立するライバル」になったとみています。この、新しく異常ともいえる関係は、トランプ大統領が再任されるかどうかにかかわらず、2020年以降も続くものとみられます。

これまでの米中二国間におけるキープレイヤーは去ってしまいました。

歴史的にみて、中国政府は米国との関係の安定化を図るときには、ボーイング社の航空機や農産物、エネルギー燃料の買い増しを行ってきました。そのため、キープレイヤーとなっていたのは、貿易促進派の民間人でロビー活動を行っているビジネスマンでした。

トランプ政権が中国の態度を変えるために強硬姿勢に転じたため、こうしたロビーストはほとんどがいなくなりました。

そのため、中国は米国と交渉する際に失敗続きとなっています。

例えば、王岐山国家副主席に代表される中国の高官は、モーリス・グリーンバーグ（AIG元会長）、ハンク・ポールソン（ゴールドマン・サックスの会長兼CEOを務めたあと、ブッシュ政権下で財務長官を務めた）、スティーブン・シュワルツマン（ブラックストーン・グループの共同創業者）といった人物と長きに亘る強固な関係を築いてきました。しかし、これまでの相手はグローバル志向の既存体制派の人物で、現政権下では発言権を持たない権限のない人物か、反中国派に転じた人物かのどちらかとなっています。

高官レベルでの対話は崩壊しており、デュアル・トラック外交は機能不全となっています。

中国の外交官が、トランプ政権における対中国強硬派と対話を設けることが出来なかったという事実から、中国はホワイトハウスで何が起きているのかを理解するのに苦しんでいることが分かります。

また、中国が公式に米国と対話をしていないのは、米国の要求が分からない、もしくは応えることが出来ないからでしょう。2017年4月、2017年11月、2018年6月と三回に亘って譲歩姿勢を見せたものの、トランプ政権は中国に更なる要求を続けています。

繰り返しとなりますが、トランプ政権の中国に対する関税に終わりは見えません。さらに懸念されるのが、米政権でこれまで公に言われてきた「中国の堅調かつ安定した繁栄は、米国にとって良いことである」という言葉がほぼ聞かれなくなったことです。

米欧の金融政策は概ね自動操縦モードであると引き続きみていますが、米国でのリサーチを経て、経済の強さを考えると、中長期的な金利見通しは過小評価されている、ということを確認しました。

ワシントン DC にある複数の調査機関は、中国の 2018 年の経済成長率が 6.5% に達するということを楽観的にみていました。しかし、2019 年 1 月 1 日以降、2,000 億米ドル相当の中国からの輸入品に対して 25% の関税が課された場合、中国は輸出と投資の減少や景況感の悪化から、2019 年の経済成長率には 0.5 から 1.0% の下押し圧力がかかるとみられます。

中国への主たる懸念は、中国の政策当局者が、米国との貿易戦争による経済成長鈍化リスクを軽減しようと、この一年半に亘って実施しているレバレッジの解消を取りやめるか、どうかでしょう。

いずれのケースにおいても、この 3 年から 4 年のうちに中国の経常収支は黒字から赤字に転じるとみられますが、これは自然な流れとして捉えるべきでしょう。

米財務省は中国が為替を操作していると主張するかもしれません。

このトピックについては様々な意見が聞かれましたが、米国は人民元の下落ではなく上昇を望んでいることを覚えておかなければなりません。

米財務省の定義において、実際には中国は為替操作国に該当しません。

2015 年に施行された貿易促進と貿易執行法 (the 2015 Trade Facilitation and Trade Enforcement Act) のベネット修正条項において、通貨の不正操作については以下の 3 つが要件として定義されています。

- 1) 為替介入の金額が GDP の 2% を超える
- 2) 経常黒字 (対 GDP 比) が 3% を超える
- 3) 米国との二国間の貿易黒字が 200 億米ドルを超える

このなかで中国が該当するのは 3) のみです。余談ですが、この 3 つの抵触に一番近い国はタイです。

しかし、こうした決定は政治色が強いものになりやすいものです。米財務省で、20 年以上に亘ってアジアを管轄してきたロバート・ドナーなどのキーパーソンが退任したことで、残るメンバーは経験が浅く、中国に痛手となるような政治圧力を抑える可能性は低いとみられます。

中国が為替操作をしているとして、米財務省が要件を変更する可能性すらあります。しかし、米財務省が人民元の上昇を促すために、約 1,000 億米ドルの為替安定基金 (Exchange Stabilization Fund) を使用することは考え難いです。

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

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / エマーシング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債 / ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。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。

以上