nikko am
Nikko Asset Management

ご参考資料
2019年5月30日

016号

CHINA INSIGHT
チャイナ・インサイト

中国関連業務担当部長
山内裕也

今回のテーマ

米中対立のステージはどこにあるのか？

ポイント

- ✓ 米中協議が物別れに終わり、先行き不透明感が再び増したものの、中国本土市場には耐性がみられる
- ✓ 米中双方、対立の長期化は望んでいないとみられる中、6月下旬のG20が歩み寄りのチャンスになる可能性

5月10日に米中協議が不調に終わって以来、米中両国は際限のない対立関係に入り込んでしまったように見える。米側は2,000億米ドル規模の中国からの輸入品への25%追加関税の導入と、約3,000億米ドル分の輸入品への追加関税の検討を開始した。併せて、ファーウェイを始めとする中国テクノロジー企業を商務省の「エンティティ・リスト」に掲載し、米国企業との取引を制限する措置を取った。追加関税については、既にIMF（国際通貨基金）が中国の2019年のGDP成長率を最大1.6%押し下げると試算している（2018年10月）。取引制限措置では、中国企業が半導体などの基幹部品を米国企業に依存している場合、事実上その製品の製造が困難となる。昨年、同様の措置で正常な運営が困難となったZTEのケースが思い起こされる。ファーウェイには多少の備えがあるとはいえ、このままでは昨年、同様の措置で正常な運営が困難となったZTEの再来となるだろう。

米国による対中制裁関税発表時の
中国本土市場の反応

① 2018年6月から7月
トランプ政権が第1弾の対中制裁を発表した日（2018/6/15）から各指数が上場基調に転じる前（2018/7/5）まで

② 2019年5月
トランプ米大統領が第3弾の追加関税引き上げと第4弾の可能性をSNS上に投稿した日（2019/5/5）の前営業日（2019/5/3）から足元（2019/5/24）まで

現地通貨ベース	①2018年6月15日～7月5日	②2019年5月3日～24日
上海総合指数	-10.2%	-7.3%
深セン総合指数	-11.2%	-8.6%

米中協議が不調に終わり、先行き不透明な中で指摘しておきたい3つのポイント

昨年12月以来、米中間では貿易摩擦解決へ向けた協議が続けられてきたが、現状では簡単に協議のトラックに戻りそうにない。米国は中国が協議の最後の段階になって合意の水準を切り下げてきたと咎め、中国は重要な原則問題では絶対に譲歩しないと主張している。今後の先行きが不透明な中、投資家には心配な局面だが、以下の3つの点については指摘しておきたい。

第一に、ハイテク摩擦の性格について。よく言われるのは、米中の摩擦の底流にはハイテクを巡る覇権争いがあるので、摩擦が終わることはない、という点だ。一面では真実だが、これを市場に直接あてはめると誤解を招きやすい。**摩擦にも緩和局面があるからだ。**

米中の対立が長期的であっても、それは短期的な緩和局面がないことを意味しない。昨年末以来、貿易摩擦の合意が見える局面では、ハイテク摩擦はかなりトーンが低下していた。ハイテク摩擦はまだ全てに優先する段階には至っていないといえそうだ。

※ 上記銘柄について、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。
また、当社ファンドにおける保有・非保有および将来の銘柄の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。

※グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果などを約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが中国の経済や市況などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

第二に、緩和局面での市場の反発について。今年2月以降の本土市場の反発幅は非常に大きかった。2月の時点では、貿易摩擦の本質的な解決案は全く見えていなかったにも関わらずだ。米中対立は中国政府による景気支援策も引き出している。**長期的に摩擦が存在するとしても、それは市場に反転のチャンスがないことを意味しない。**

第三に、今回の米中貿易摩擦の再燃自体が市場に与えている影響は、限定的という点だ。米中の協議が物別れになり、新たな関税等が課されることとなった5月初旬から足元（5月24日）まで、本土市場の下落率は7～9%弱程度である。これは昨年6月に第1弾の対中制裁関税が発表された際よりもマイルドな下げ幅だ。追加関税等の影響は足元の方が遥かに大きいにも関わらずだ。本土市場は、4月後半より下落基調だがこの主たる原因は、市場に政府の金融緩和姿勢が後退するのではないかとの懸念があったためであり、少なくとも4月末までは貿易摩擦が主因ではない。これは市場が慣れたとも言えるが、いずれにしても影響はそのレベルなのだ。

米中ともに対立の長期化は望んでいないはず、6月下旬のG20が、短期間に双方が歩み寄れる環境となる可能性

とはいえ、米中の対立が長期化し、第2のZTEが実際に出てくるような場合は、市場での深刻な反応は避けがたい。それまでに双方妥協の道はないのだろうか。

米国側の主張を見ると、中国が5月の段階での主張を取り下げれば元のトラックには戻れるはずだ。中国側は譲歩できない原則が含まれているというが、そんな難しい話がこの段階で突然出てきたとも考えにくい。報道では、合意直前に中国側がより広い参加者で議論した結果、それまでの合意を覆すことになったとされる。党の一部で米中協議をまとめてきたが、最終段階で慎重に党内意見を再度確かめたところ、やっぱり難しいという判断になったということか。米中の協議が成立しなかった場合に米国がどのような手を打ってくるかは、中国側にはわかっていたはずだ。追加関税もファーウェイへの締め付けも容易に予想できた内容であり、それを覚悟で一旦テーブルを蹴ったはずだ。従って、その後の米国の強硬な措置も直ちに恐れ入って歩み寄ることはないだろう。最近、習近平主席は国内視察の際に過去の共産党の「長征（ロングマーチ）」の起点を訪れた。当時の共産党が苦しい環境で持久戦を耐えたことを以て、国民に米中対立に耐える覚悟を求めた、という解釈が一般的だ。

客観的には長期戦になりそうだが、これまでの中国側の対応と比べると、中国は惜しくもチャンスを逃したように見える。今年の3月には米国の求めを汲んで全人代で外商投資法という法律を極めて短期間で改定している。細かい出来は別にして、必要なら法律の改定も突貫工事で対応してきたのが中国なのだ。従って、一旦席は立ったものの、心の中は未練一杯のはずだ。米国が中国企業を狙い撃ちで排除する以上、米国企業に同様の措置をとってもおかしくないが、そのような戦線拡大もしていないのは、その現れではないか。

一方の米国も、長期化は望んでいないはずだ。約3,000億米ドル相当の中国からの輸入品への追加関税や急激な中国企業排除が米国企業にとっても負の影響を生じさせることはわかっているはずだ。米国としては、中国のロングマーチに付き合う気はないはずであり、むしろ短期決戦のために、強気のカードをどんどん切ってくるはずだ。双方の心中が上記のとおりなら、実際には長期戦にならないケースも期待できそうだ。その場合、短期的には更に悪いニュースが出て、市場の雰囲気も悪くなるかもしれない。しかし、その背後にある目的は、短期間に双方が歩み寄れる環境を作り出すことにある。**6月下旬のG20（20カ国・地域）首脳会議はその最初のチャンスになるかもしれない。**

※　上記銘柄について、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。
　　また、当社ファンドにおける保有・非保有および将来の銘柄の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
また、facebookやツイッターで発行をお知らせいたします。
www.nikkoam.com/products/column/china-insight
facebook　https://www.facebook.com/nikkoam　Twitter　https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが中国の経済や市況などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。