

2019年5月23日

グローバルCIOアウトック

米中貿易戦争： 新長征

スコット・マイナード
グローバル CIO 兼
インベストメンツチェアマン

過去 2 年間、弊社は米国経済の先行きがリスク資産や金利と同様に想定外の外生要因（イベント）、とりわけ海外要因の影響を受け、それらに左右されていたことを一貫して指摘してきた。弊社の長期的な経済・市場見通しを狂わせかねないあらゆる外生要因のうち、中国との本格的な貿易戦争が最も現実味を帯びてきている。ほんの数週間前、米国政府と中国政府は合意寸前のように思われた。その後交渉が決裂して報復関税の応酬が激化し、世界の二大経済大国は本格的な貿易戦争への激突コースを進みつつある。米国は 2,000 億ドル相当の消費財等に対する関税を 10%から 25%に引き上げると発表し、さらなる追加関税という脅しもちらつかせている。中国も米国に倣い、600 億ドル相当の米国製品リストを関税引き上げ対象として発表した。

過去に前例があまりないため、この対決が長期間続くのか、速やかに解決されるのかを予測するのは難しい。各種報道によると、中国政府もトランプ政権も看過する用意はないようだが、弊社は報道に頼って実態を把握しようとするよりはむしろ、自ら調べてみることにした。米中の膠着状態についてさらに詳しく知るために、中国に在任する複数のポートフォリオマネージャーとサプライチェーン・マネージャーに最近話を聞いた。以下の弊社の調査メモからは、「中国人は長期戦を覚悟している」という重要なメッセージが読み取れる。

- 中国政府は膠着状態の長期化に備えている。中国指導部は、米国の交渉担当者の意図するところは単なる貿易不均衡の解消だけでなく、中国の重要な長期目標であるバリューチェーンにおける地位向上を阻むことでもであると結論づけた。
- 残りの 3,000 億ドル相当の中国製品に対する関税が発動されれば、中国にとって痛手となるが、米国も痛みを感じるだろう。消費財メーカーの利幅は平均して 5%に満たない。米国の輸入業者は関税を支払うか、値上げして顧客に転嫁するか、他の国のサプライヤーを見つけるか、いずれかを行わざるを得なくなるだろう。
- 中国が被る短期的な影響は従来予想より小幅にとどまるかもしれない。米国のみを販売先としていた工場は、この 1 年間に新たな市場を開拓した。これらの工場は米国への輸出を止めても、直ちに倒産することはないだろう。また、サービスセクターは労働力が不足しており、余剰労働力を一部吸収できるというプラス面もある。例えば、中国の配達員は時として平均的なオフィスワーカーより多く稼ぐことがある。
- ファーウェイが交渉カードの 1 つになることはないだろう。中国政府は、ファーウェイはどちらかと言うと政治問題であり、貿易で譲歩してもしなくても、標的にされると考えている。

- 中国人にとっての最善の政策対応は、国内経済を開放し、国家に競争力のあるセクターから退いてもらうことである。情報提供者によると、資源配分における政府の役割を低下させる上で不可欠な第一歩は減税であり、米国からの圧力により、中国政府は結局のところ経済の生産性を高める解決策を探さざるを得なくなるのではないかとのことである。
- 中国政府が国内のナショナリズム感情を管理する手法がかなり変化してきた。5月までは、中国政府は米中関係についてのタカ派的な考え方を抑え込もうとしてきたが、現在はそうした考え方を放置し、広がるままにしている(中国で貿易戦争応援歌が拡散を参照のこと)。これは、ネガティブな感情によって習国家主席が譲歩しづらくなるため、中国政府が短時間で解決できないとみていることを示しているが、それだけでなく、国内に広がる感情を背景に中国が外交姿勢を硬化させていることも示している。
- 中国が未発動の関税を回避するために米国への船積みを前倒しているか否かについては、港湾データや現地アナリストによると、そうしたことはまだ起きていないようである。新たな関税の発表以来、米国への船積みが減少し、輸送価格が低下している。未発動の関税は船積みの前倒しを招く可能性があるが、今回の関税は発表の数日後にすでに発動されたため、それを免れることは難しいだろう。新たな関税の適用が除外されるのは、発動日前に船積みされた製品のみである。

長引く貿易戦争がもたらす影響は多岐にわたる。経済的な影響としては、経済成長の足かせとなること、輸入物価の上昇を受けて米国や他の国の政策当局が値上げに踏み切るようになること、そして他の貿易相手国への波及効果として、様々な製品の新たな調達源や市場を見つけようとする動きが始まっていることなどが挙げられる。ニューヨーク連邦準備銀行の研究者は、中国製品への新たな関税により、米国の一般的な世帯に1年当たり831ドルの追加コストが生じると算定した。世界の経済大国間の貿易障壁は世界の成長を減速させ、すべての関係政府に政治的圧力をかけ、海外では台頭するナショナリズムや保護主義をあおり、国内ではインフレ率の上昇や生活水準の低下をもたらすだろう。

長引く貿易戦争は投資にも引き続き影響を与えている。第4四半期に市況が悪化して強いリスクオフ・バイアスが生じるなど、市場が貿易関係のニュースにいかにかに敏感に反応するかを見てきた。ボラティリティは続くだろうが、中国が大量に保有する米国財務省証券を売却しようとする兆しはない。仮に売却したところで、ドルの価値を押し下げ、中国政府が望む人民元安に逆行するだけだろう。また、貿易上の威嚇を受けて、米連邦準備制度理事会(FRB)が金融政策をすぐにも変更するというわけでもない。しかし、金融市場が関税のために手に負えない状況に陥り始めるようなことになれば、1998年の繰り返しとなるかもしれない。当時、FRBはアジア金融危機を受けて金融緩和に踏み切った。どちらの側も崖っぷちから後ずさりする様子がないことから、投資家は長期戦となる可能性が高まっていることを織り込んでいくはずである。

ここでいったん立ち止まり、現時点での事実情報を検討し、本格的な貿易戦争リスクが浮上する中でなぜリスク資産が引き続き持ちこたえているかを考えてみる必要がある。習近平氏は国内視察で江西省を最近訪れたが、その際に行った発言が印象的である。江西省は、国民党政府との国共内戦時に鄧小平が長征を始めた遠隔の地である。

習氏はスピーチで次のように語った。「紅軍が移動し始めた当時に記憶にとどめるために、ここ長征の出発点にやってきた。われわれは今、新たな長征に踏み出そうとしており、また初心に戻って

やり直さなければならない」。長征は1年以上続いたが、その間に毛沢東軍は再編され、最終的に戦いに勝利した。

結論は明らかである。現在の軌道を速やかに変更しなければ、中国は長期戦に備えて体制固めを進めている。米国が払う犠牲は高く、中国が払う犠牲はさらに高いものとなるだろう。唯一疑問なのは、この意地の張り合いで、誰が耐え抜き、誰が最も革新的かという点である。

以前、「貿易戦争に勝者はない」に書いたように、誰が「勝つ」にせよ、短期的なコストが長期的なメリットを恐らく上回るだろう。

一方、世界中のソブリン債の利回りが不吉なメッセージを送っているが、リスク資産の投資家はそれを無視し、大きな危険にさらされている。人々が「われわれの本性に潜むよりよい天使 (better angels of our nature)」に屈しない限り、こうした投資家の終わりは近い。これはエイブラハム・リンカーンが1861年3月に聴衆に訴えかけた言葉であり、南北戦争が迫っていることを警告した。リンカーンの警告に耳を傾ける者はおらず、私の最近の警告も現在同じ運命にあるのではないかと心配している。ウィンストン・チャーチルの言葉によると、「今は終わりではない。これは終わりの始まりですらない。しかし、もしかしたら、始まりの終わりかもしれない」。チャーチルの言葉を肝に銘じよう。

いよいよ、戦争が迫っている。

重要な通知及び開示事項

投資には元本を失う可能性を含むリスクが伴います。この資料は専ら情報の提供を目的としたものであり、いかなる有価証券、投資戦略または投資商品に関して、投資助言または推奨をするものではありません。この資料はフィデューシャリー義務の立場から提供されたものではなく、投資決定を行うための十分な根拠となることを意図したものとみなすべきではありません。また、特定の有価証券の売買に関する勧誘とみなしてはなりません。本資料は、会計、法務または税務上のアドバイスを供与するという考えから頒布するものではありません。これらの問題については、貴社の法律または税務上のアドバイザーに助言を求めてください。本資料は、著者の意見を含みますが、グッゲンハイム・パートナーズまたはその子会社の意見を含むものとは限りません。著者の意見は、予告なく変更することがあります。本資料に含まれる将来にむかっの表明、予測および一定の情報は、自社または他社の調査および他の情報源に基づくものです。過去のパフォーマンスは、将来の結果を暗示するものではなく、そのような情報に基づく判断につき、現時点における正確性、責任を表明または保証するものではありません。本資料の如何なる部分も、グッゲンハイム パートナーズ LLC の書面による明示的同意なしには、如何なる方法であれ、複製し、または引用することはできません。

グッゲンハイム・インベストメンツは、下記の関係会社による投資運用業務の総称です。Guggenheim Partners Investment Management, LLC, Security Investors, LLC, Guggenheim Funds Investment Advisors, LLC, Guggenheim Funds Distributors, LLC, Guggenheim Real Estate, LLC, GS GAMMA Advisors, LLC, Guggenheim Partners Europe Limited, Guggenheim Partners India Management.

日本の投資家の皆様への通知事項:本資料で参照された機会、投資又は持分を含む、は、金融商品取引法(昭和二十三年四月十三日法律第二十五号)第一章四項に従って登録されたものではありません。従って、当機会は、日本において、いずれの日本人の利益のため、又は日本において又は日本人に対し直接的又は間接的に転売を行おうとする他者に対して、直接的または間接的に申し込み又は売却をするものではありません。ただし、日本政府および規制当局によって発布され、実施されているすべての該当する法律、規制、および指針に遵守する場合にはその限りではありません。ここでいう日本人とは、日本における居住者を指し、企業又は日本法の下で設立されたその他の機関を含みます。

©2019, グッゲンハイム パートナーズ LLC。グッゲンハイム パートナーズ LLC による明示的な書面による許可なく、本文書のいかなる部分についても、いかなる形式における再作成および他の出版物における引用を禁じます。