

# 米中貿易摩擦の再燃

## UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

米中貿易関係の一段の悪化を受けて、S&P500 種株価指数は 3%、Euro Stoxx50 先物は 1.7%、ハンセン先物指数は 3.1% 下落した。トランプ大統領が今月 1 日に中国製品に対して 9 月 1 日より追加関税を発動すると発表して以降の下落率はそれぞれ 4.6%、4.9%、6.2%となる。また、世界の債券利回りの下落も続き、米 10 年債利回りは 10 ベーシスポイント(bp)低下して 1.74%となり、独 10 年債利回りは-0.52%と過去最低を更新した。人民元が 1 米ドル=7 元を割り込み、人民元が対米ドルで過去 10 年超で最低の水準まで下落することを中国当局が容認したことを受け、トランプ大統領は 5 日、中国が「為替操作」を行っている」と非難した。中国が国有企業に対して、大豆など米農産品の輸入を停止するよう指示したとの報道もある。

こうした展開は、6 月 29 日の G20 サミットで米中が合意した貿易紛争の停戦が終わり、報復が繰り返される状況に戻るリスクを高める。これによって世界成長、企業収益、市場に大きな逆風が吹くだろう。米連邦準備理事会(FRB)が先週利下げを行ってから景気後退リスクは上昇し、相場の調整が進んでいるが、我々は景気後退入りを基本シナリオとせず、両国の交渉担当者には今も経済的打撃を制限する解決策を見出す強い意欲があると考えている。

### 次に何が起こるか？

市場にとって当面の懸念は、今後数日間でトランプ大統領の「為替操作国」という発言から更に対立が深刻化するかどうかである。そして今後数週間では、基本的に 3 つのシナリオが考えられる。

1. **10%の追加関税が発動:** この関税措置は、以前の追加関税よりも大きな経済的影響を及ぼすだろう。現時点で制裁関税の対象になっていない 3,000 億米ドル相当の中国製品は主に、スマートフォン、コンピューター、衣類などの消費財だ。これまでに関税措置の影響を受けた製品と比較して、こうした製品での中国の世界的シェアは高く、米国にとって別の国で製造された代替品を見つけることが難しくなる。一方で中国は、追加関税を課す米国製品がなくなると、米企業の投資の承認を遅らせたり、米多国籍企業の中国での営業を妨害するなどの非関税措置で対抗するかもしれない。中国は、2020 年 11 月の米大統領選挙を前に農業に依存する州でのトランプ大統領の支持基盤を弱める手段として、農産品の輸入制限を強化する可能性もある。10%の追加関税は景気低迷と企業景況感の一段の悪化につながりうるが、両国が景気後退入りする事態は避けられると考える。
2. **再度の停戦:** 米中は追加関税措置の実施を避けることで合意する。関税の発動まで数週間あるため、トランプ大統領は対応の猶予を与えたことになる。トランプ大統領が度々懸念を表明している米農産品の輸入問題について、中国は輸入の強化を新たに保証しようと努めるかもしれない。中国の政策当局はすでに、競争上の優位性を得るために通貨安に誘導するつもりはないことを強調しようとしている。中国人民銀行の易綱総裁は、最近は大きく変動しているものの「人民元は今後も強い通貨であり続けるだろう」と発言した。
3. **すべての中国製品への関税率が 25%に引き上げられる:** このシナリオでは、米国が景気後退入りする確率が高くなり、中国の成長率は 6%を割り込むだろう。関税の効果は 10%の時と変わりはないだろうが、影響はかなり大きくなる。関税の影響は直線的ではない。10%の関税なら企業はそれを利益率で吸収するか値上げで対応する余地があるが、25%の関税では一部の企業活動が大幅に不採算化し、サプライチェーンの再編が必要になるからだ。米市場は 10-15%超、中国株式は 15-20%下落する可能性がある。このシナリオが実現すると、7 月 31 日以降 2.5%上昇している日本円が、ポートフォリオをヘッジする役割を果たし、一段と上昇するだろう。

### 投資見解

ここ数日、グローバル株式は下落し、10%の追加関税シナリオを織り込んだ相場展開になっている。さすがに、中国からの全輸入品への 25%の関税は考えにくいと我々はみている。なぜなら、そうなれば米国が景気後退入りするリスクが大幅に上昇し、トランプ大統領も 2020 年の再選が難しくなると考えると予想されるからだ。一方で、10%の追加関税の脅威(および、それによる FRB の追加緩和の必要性の示唆)が後退すれば、先週時点の株価水準に戻る可能性がある。

相場は依然として変動的だ。FRB 高官が次に何を発言するのか、トランプ大統領が次に何をツイートするのかわからない。景気と企業業績の動向は比較的安定しているが、世界の中央銀行は既に緩和姿勢を示していることから、2018 年の 10-12 月期(第 4 四半期)のような相場下落は予想していない。

我々は現時点では、今回の相場下落を弱気相場の始まりではなく、一時的な相場の変動とみている。そのような「強気相場の一時調整」は相場サイクルの一般的に見られる特徴でもある。1900 年以来、米株式市場では年間で高値から底値まで 5%急落した場面がおよそ 3 回観測されている。10%の下落は年 1 回程度、15%の下落は 2 年に 1 回だ。

よって、我々は今回の相場下落で、戦術的資産配分(6 カ月)の変更は勧めず、投資機会を見定めるために状況の進展に注視していく。市場の不確実性に対し、投資家ができる対応策は複数考えられる。

1. **ポートフォリオのリバランス:** リバランスをすることによって、投資家は目標とする資産配分から大きくかけ離れずに済む。今回の株式相場の下落後に各自のポートフォリオの状況を確認し、安全資産の一部で利益確定し、適切とみられるリスク資産を底値で買い入れることで、目標とする資産配分へのリバランスを行う。
2. **キャリーを狙う:** 中央銀行の政策は既に緩和的であり、貿易紛争がさらに激化すれば、緩和姿勢は続くと思われる。よって、キャリー取引による金利収入の確保の需要は高いだろう。我々は外貨戦略で、低金利通貨のバスケット(豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドル)に対して、高金利の新興国通貨のバスケット(インドネシア・ルピア、インド・ルピー、南アフリカ・ランド)をオーバーウェイトとしている。これらの通貨は、世界および新興国の安定的な経済活動だけでなく、有利なキャリー環境からも恩恵を受けると考えられる。また我々は、欧州投資適格債も推奨する。欧州中央銀行(ECB)の緩和スタンスによって引き続き下支えされると予想されるからだ。さらに、米国債に対するスプレッドが約 350bp にまで拡大した米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとする。
3. **高配当株に注目:** 欧州では、配当重視型戦略が MSCI EMU 指数の予想利回り約 3.7%を上回るリターンを生む可能性がある。アジアでも同戦略に投資機会があるとみている。
4. **国内市場中心のアジア企業を狙う:** 輸出に軸足を置くアジアの多国籍企業は強い下押し圧力を受けるだろう。貿易に関する不透明感が続くなか、国内市場への依存が高い企業がアウトパフォームすると予想する。

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス(UBS AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先である UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG(以下、「UBS」)および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

### 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS 証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大 1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%(税抜)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 1%または 1 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

### 金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等: ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 605 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。