

# 貿易摩擦悪化でポートフォリオ内のリスクを引き下げる

## UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

米中貿易摩擦の一段の悪化を受けて、世界経済と市場へのリスクが高まっている。週末にフランスで開かれた G7 首脳会議の合間に、トランプ米大統領は、中国との対立は「いろいろな意味で…緊急事態だ」と語った。先週、中国と米国は互いの製品への関税措置を強化する方針を発表した。23 日の取引終了後にトランプ大統領は、すでに関税対象となっている 2,500 億米ドル相当の中国製品への関税率を 10 月 1 日に 25% から 30% に引き上げる方針を示唆した。さらに、関税対象となっていない 3,000 億米ドル相当の残りの中国製品には、先に発表していた 10% ではなく 15% の関税率を適用する方針だ。このうち半分未満の品目については 9 月 1 日、その他の品目については 12 月 15 日が発動日となる。

我々は、米連邦準備理事会 (FRB) の追加緩和と強い消費支出に支えられて、米国が 2020 年に景気後退入りを回避できるとの見方を維持する。追加関税が米経済に及ぼす直接的な影響はほんのわずかだと見積もっている。しかしながら、世界経済と市場の下振れリスクは高まっている。その結果、我々は政治的不確実性へのエクスポージャーを減らすために、株式をアンダーウェイトに移行することでポートフォリオ内のリスクを減らすことにした。債券市場と外国為替市場では、低成長環境下で中央銀行の緩和政策から利益を得る、キャリー戦略を引き続き推奨する。

株式のアンダーウェイト、ヘッジ、インカム戦略の組み合わせによって、リスク中立的なポジションへ近づいた。現時点では、典型的な景気後退や次の金融危機に備えるかのように株式を大幅にアンダーウェイトする必要はない。

### 次に何が起るのか

米中貿易摩擦はここ数日で悪化し、世界の経済成長と株式市場にとって打撃となる米中の報復合戦のサイクルが続くリスクが高まっている。よって、不確実な政治情勢へのエクスポージャー低減を目的とした、ポートフォリオ内のリスク削減が適切と判断する。

投資家は事態の進展に迅速に対応する必要がある。特に、我々は戦術的資産配分のさらなる変更の必要性を評価するために、次の点に注目する。

- ホワイトハウスからのシグナル:** 米大統領はこれまでも突然の方針転換を行ってきた。従って、突然の通告で貿易紛争の再停戦が実現する可能性は残っている。これには、投資家の柔軟な姿勢が求められる。週末に同大統領が出した貿易に関する声明は、矛盾したシグナルを送っている。フランスのビアリッツで開かれた G7 首脳会議では、トランプ大統領は関税引き上げに関する記者からの質問に対して「何にでも考え直す」ことはあると答えた。これまで同大統領が関税引き上げの提案を実行に移したのは、関税措置の発表時よりも株価が上がった時のみだ。市場の低迷が同大統領に態度の軟化を促す可能性がある。しかしながら、グリシャム大統領報道官は、トランプ大統領の「考え直す」というコメントは前後の文脈から切り離されたものだとして説明し、同大統領は関税率をさらに引き上げなかったことを後悔していると述べた。我々は、政策状況が落ち着くのを待ってから行動を起こすのが賢明だと考える。
- 中国の政策対応:** 中国はこれまで、対立を激化させることなく米国の動きに対応してきた。我々は、中国が 23 日の貿易関連の動きに対して早急に対応することはないと考える。しかしながら、米国が関税引き上げの提案を実行に移した場合、中国はそれに対抗して措置を強化する準備を整えているように思われる。
- 市場の反応:** 23 日に S&P500 種株価指数は、米中貿易摩擦悪化懸念の高まりを受けて 2.6% 安で取引を終了した。しかしながら市場の取引が終了したのは、トランプ大統領が一段の関税引き上げを発表する前のことだった。我々は、投資家が新たな対立の激化を消化する中で、今週は株式市場が再び下落圧力を受けると予想する。23 日の取引終了時点で、米国株式は先月末に記録した過去最高値をわずか 6% 下回る水準だった。

4. **政策対応**:FRB は、貿易摩擦による潜在的な経済へのダメージを緩和するため迅速な対応をし、7月の会合では「予防的な」利下げを決定した。貿易摩擦が悪化すれば、FRBによるより積極的な金融緩和など、広範な政策対応が行われそうだ。現段階で我々は、今後12カ月で75ベーシスポイント(bp)の利下げがあると予想する。しかしながら中央銀行は市場の下振れを制限することはできるかもしれないが、株価を押し上げる力は弱まっていると考える。また中国当局は、必要に応じて成長を下支えするための資金を大量に保有し、財政・金融政策を実施するとともに、人民元の緩やかな下落を容認すると考える。
5. **経済指標**:我々は、世界の製造業セクターの不況がサービスや消費支出の分野にまで広がる兆しに警戒していく。潜在成長率を下回る成長の期間が続くと予想しているが、今のところは米国が2020年に景気後退入りする可能性は低いと考えている。FRBの金融緩和と堅調な消費支出が、軟調な製造業と投資によるダメージの緩和に役立っている。関税引き上げを見越して企業が発注を前倒しし、景気は強いと勘違いさせる状況になれば、今後数カ月で経済指標の解釈はより難しくなるだろう。また我々は、最新の関税措置が消費支出を弱める兆しにも警戒する。米国の新たな関税措置がもたらす経済的ダメージは、これまでの関税措置よりも大きくなるだろう。これまでの措置が主に、米国が中国以外の国からも調達できる工業製品を対象にしていたのに対し、最新の措置はスマートフォンやPC、カメラ、衣料品など、中国以外の国から代替品を見つけるのが難しい消費財を対象とする。これが、トランプ政権が8月1日に発表した品目の一部に対する発動を12月15日まで延期することを決めた理由なのかもしれない。つまり、クリスマス前の買い物への影響を抑えるためだ。こうした品目への関税引き上げは、企業信頼感が悪化し投資支出が減速する時期に米経済の強さを支える柱となってきた消費支出を弱らせる恐れがある。トランプ大統領が景気後退入りのリスクを低減するために、中国に貿易紛争の停戦を申し入れる決定を下す可能性も残っているが、その場合は2020年11月の大統領選で再選を果たす確率が低くなるだろう。

## 投資見解

米中貿易摩擦が短期的に市場を動かす状況で、投資家は相場の大きな変動に準備する必要がある。今後の見通しが不透明ななか、このイベント・リスクを緩和するために戦術的資産配分に対し3つの変更を行った。

- 我々は高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを解消する。株式は依然として国債に対し比較的魅力的である一方、米中貿易摩擦の不透明感が株価上昇の妨げとなっている。FRBによる金融政策は下落リスクを軽減させることは可能だが、金融緩和が株価を大幅に上昇させるとの確信は薄れた。米中貿易交渉の見通しは、悪化であれ休戦もしくは交渉妥結であれ、突如変わる可能性がある。
- 我々は高格付債に対する新興国株式へのアンダーウェイトを開始する。新興国市場の企業はより大きな相場変動、世界経済の減速、貿易摩擦の悪化に晒されている。米ドル建て新興国国債に対する英国株式のアンダーウェイトは維持する。これにより、株式全体はアンダーウェイトとなった。
- さらに、高利回りの一部の新興国通貨バスケットのオーバーウェイトおよび、低利回りの通貨バスケットのアンダーウェイトに変更を加えた。インド・ルピーとインドネシア・ルピアはオーバーウェイトを維持し、低利回りの豪ドルと台湾ドルのアンダーウェイトを維持する。一方で、貿易摩擦の悪化および各国固有のリスクにより、南アフリカ・ランドのオーバーウェイトとニュージーランド・ドルのアンダーウェイトを外した。

我々は中央銀行の緩和政策からの恩恵を受けるインカム向上を狙う戦略を継続する。これには欧州投資適格債のオーバーウェイトや米ドル建て新興国国債のオーバーウェイトが含まれる。米中貿易交渉や相場が急展開をみせるなか、我々はいつでも戦略を変更する用意がある。

現時点でリスクの削減は賢明だと考えるが、景気後退や次の金融危機に向けた準備を進めている訳ではない。トランプ大統領が貿易紛争の終結をツイートすれば、相場が上昇しリスク調整後リターンは変わるだろうが、リスクシナリオが実現しても大幅な株式相場下落に備えたポジションは組まない。これには根本的な理由がある。これまでの一般的な景気サイクルで、製造業からサービスセクターにまで広範にわたり景気が減速し、これに地政学的リスクが組み合わさった場合は、株式の大幅なアンダーウェイトが妥当とされてきた。また、景気サイクルの最終段階では、中央銀行がインフレ上昇の対抗策として、金利を引き上げ、金融引き締めを行った。しかしながら、今日の状況は、低インフレで、国債利回りは過去最低水準にある。年金ファンドなどの資産運用者が今後数カ月でポートフォリオのリバランスを行う際は、株式の代替となる資産クラスは数少ない。中央銀行は緩和政策を行っており、財政刺激策も見込まれる。よって、製造業の低迷が経済全体に拡散しても、株式への下落リスクは25%よりも15%に近いとみている。株価の調整のタイミングを完璧に捉えようとする投資家は、長期的に投資を捉える投資家よりも、ポートフォリオへのダメージを受ける可能性がある。

## 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。