

# 米中貿易協議の想定シナリオ

## UBS House View - CIO Reaction

Mark Haefele, Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

米中両国が貿易紛争の緩和に向けて何らかの合意に達するのではないかと期待が高まる中、中国側で交渉の責任者を務める劉鶴副首相が、10月10日にワシントンに到着し米中通商協議に臨む。週末の報道を見ると、今回の協議で話し合われるテーマは限られているが、交渉で劉氏は融和的な姿勢をみせると見られている。中国政府が米産大豆の購入再開を決定したことも、2国間の関係を改善させた。

今回の協議の成果を予測することは難しいため、我々はいくつかの可能性を検討している。「殆ど進展しない」という基本シナリオを基に、景気指標の最近の悪化も踏まえ、株式の戦術的なアンダーウェイトを維持し、キャリー（金利獲得）戦略を推奨しつつ交渉の結果を待つ。とはいえ、事態の推移は注意深く見守っていく。可能性は低いものの、追加関税の撤回や知的財産、技術共有（技術の強制移転）、競争政策に関する合意事項を含む包括的な妥結に達する可能性もある。

### 今回の協議で想定される結果

2020年11月の米大統領選挙までを見据えた米中貿易関係の長期見通しについて、我々は最新のグローバル・リスク・レーダー（10月2日付）にまとめた。基本シナリオ（確率50%）では、今回の貿易交渉は殆ど進展しないことを想定している。貿易紛争がさらに激化することはないが、知的財産や補助金などの問題は解決しないということだ。悲観シナリオ（確率35%）では、状況が悪化して米国が景気後退に陥り、楽観シナリオ（確率15%）では、包括的な合意に達すると想定している。

今回の交渉から、米中が以上のシナリオのどれに向かうのかがかなり見えてくるだろう。我々は5つの可能性を考えている。

- 交渉決裂:**この場合は、すでに予定されている措置に加え、さらなる報復合戦の可能性が高まる。米国は中国製品への平均関税率をさらに引き上げ、中国のハイテク企業への規制を厳しくするか、米国の投資家による中国投資に制約を加える措置を発表する可能性がある。我々はこのシナリオの可能性は低いとみている。もしそうすると、2020年の大統領選挙を前に米国が景気後退に陥るリスクが高まり、トランプ大統領の再選のチャンスが下がるからだ。しかし交渉決裂の可能性は残っており、その場合、相場は下落するだろう。
- 交渉継続:**米中は合意に達しないものの、協議の継続を発表する。この場合、12月15日に発動予定の、およそ1,500億米ドルの中国製品に対する15%の追加関税など、現在予定されている追加関税がすべて実施されるだろう。経済成長には悪影響が及ぶだろうが、次回の交渉日程が発表されれば市場は安心するかもしれない。
- 再び休戦入り:**中国は米国の農産物の購入を拡大し、特定の米国産業の市場アクセスを一部認める。その見返りとして、米国は現在予定されている関税引き上げを延期して、さらなる協議の進展を待つ。この結果は、敵対関係の後退を示唆するため、短期的には市場に好影響を及ぼすだろう。しかし、現在の貿易関係をめぐる不透明感が残ることで、設備投資は引き続き低迷し、世界の経済成長にとっての逆風が止むことはない。交渉継続と休戦の再開は、いずれも「リスク・レーダー」での基本シナリオに該当する。
- 暫定的な合意:**12月の関税率引き上げが無期限で延期され、米国は中国のIT企業ファーウェイに対する輸出規制措置の撤回に同意する。これは前向きな決着への期待を抱かせる成果で、「リスク・レーダー」の楽観シナリオに向かうかもしれない。相場も押し上げられる可能性が高い。

5. **包括的な合意:**米国が、執行メカニズム(中国が約束を履行しない場合、米国による関税引き上げ等の罰則を科す)に中国が同意することの見返りとして、すでに課している追加関税の取りやめに同意する。我々はこのシナリオの可能性をわずか 15%とみている。これまでは、株式相場や経済成長率が下がると、米中は貿易紛争において、融和的な態度を強めるケースが多かった。さらに、2016 年の大統領選挙でトランプ大統領の中核となる支持層、とりわけ農業従事者が、貿易摩擦の行方にしびれを切らしつつある。したがって、トランプ大統領がさらに大きな譲歩に踏み切る可能性もある。そうなれば、株式相場の上昇に拍車がかかるだろう。今後数カ月では、米連邦準備理事会(FRB)による最近の利下げの経済へのプラスの影響も拡大するだろう。不透明感が後退すれば、借入れコストの低下を利用して設備投資に資金を投じる企業も増えると見込まれるからだ。これは、我々の「リスク・レーダー」の楽観シナリオに該当する。

## 投資見解

貿易紛争の最終的な行方を予想することは難しい。交渉担当者自身でさえ、最終決着が見えていない可能性がある。このような不透明な状況を背景に、我々は株式市場に慎重姿勢を取ってきた。景気指標も悪化している。米 ISM 製造業景況感指数は、2009 年以降の最低を記録し、雇用の伸びが鈍化する兆候も見え始めた。世界的な製造業活動縮小の動きが経済の他の分野に広がり始めていることを確認し、投資家は次第に警戒するようになった。先週発表された米 ISM 非製造業景況感指数は、3 年ぶりの低水準に落ち込んだ。とはいえ、もし貿易交渉で合意が実現すれば、週末まで相場が上昇しても不思議ではない。事前にこの可能性に備えておくことも可能だ。

米中の貿易協議後の米国株式の相対的な魅力とそれに応じた投資判断は、貿易交渉の結果、経済環境、景気減速を食い止めたい各国の政策対応、さらには、年初来大半を 2,700~3,000 ポイントのレンジで推移してきた S&P500 種株価指数の水準次第で決まるだろう。

## Mark Haefele

Global Chief Investment Officer GWM, UBS AG

## 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。