

# グローバル・リスク・レーダー

G20 サミットに寄せられる期待

2019年6月20日

Chief Investment Office WM

Luca Henzen, Analyst; Dirk Effenberger, Strategist; Brian Rose, Senior Economist Americas; Philip Wyatt, Economist; Yifan Hu, Regional CIO and Chief China Economist; Jason Draho, Head Asset Allocation Americas; Clemence Rusek, Analyst

- 我々の基本シナリオでは、20カ国・地域首脳会議 (G20サミット) に合わせて予定されている中国の習近平国家主席とトランプ米大統領の会談の結果、米中貿易紛争の「停戦」が延長され、交渉が再開されると見込んでいる。
- しかしながら、貿易をめぐる米中の舌戦激化やファーウェイのエンティティ・リスト(禁輸措置対象のリスト)掲載を踏まえ、我々は「悲観シナリオ」の可能性を35%に変更する。悲観シナリオでは、残る約3,000億米ドル相当の中国製品への追加関税が発動され、関税以外にもリスクが広がると想定する。
- 中国では金融・財政両面からの関税対策が見込まれ、経済全般への波及効果が生じる可能性がある。市場は引き続き貿易関連の報道に敏感に反応する展開となろう。
- 市場はボラティリティ(変動)の高い状態が続くと予想されるが、その一方で、これまで通り魅力的な機会も見いだせると考える。悲観シナリオでは、株価がマイナスに反応し、米国では10~15%下落すると予想する。我々は、貿易摩擦の一段の激化リスクに備え、ポートフォリオに予防的な措置を講じた。



出所: iStock

トランプ米大統領は6月18日、28-29日に大阪で開催されるG20サミットで中国の習近平国家主席と会談を行う予定を明らかにした。5月5日にトランプ大統領が2,000億米ドル相当の中国製品への関税率引き上げを表明し対立が悪化する中で、通商協議はこれまで途絶えていた。だが、貿易交渉が再開されれば、米中関係に再び進展の兆しが見えるかもしれない。ここ数週間で米政府は関税対象を拡大する手続きを加速させた。さらに、エンティティ・リスト(輸出管理規則に基づく禁輸措置対象のリスト)に中国スーパーコンピュータ大手数社も追加した。これに対し、中国はただちに対抗措置を発表している。以下に、貿易摩擦に関連するこれまでの主な出来事をまとめた。

**ファーウェイへの制裁:** 5月初旬の貿易摩擦の激化を受けて、米商務省は中国の通信機器大手ファーウェイをエンティティ・リストに追加した。これによって米企業は政府の許可なくファーウェイに技術移転や部品供給を行うことができなくなった。その後5月20日に、米政府はファーウェイに対して90日間の一時的な一般許可証を発行した。これにより90日間に限り、既存の通信網の維持や携帯端末の保守・運用に必要な一部の取引が認められた。

**中国の「信頼できない企業リスト」と渡航への注意喚起:** 中国政府は対抗措置として、ビジネス以外の理由で中国企業への供給を阻害する外国企業を対象に、独自の「信頼できない企業リスト」を作成すると発表した。詳細については不明な点が多く、これまでに実際に指名された企業はないが、定義が広範であるため、ファーウェイとの取引中止を決定した供給業者など、多くのハイテク企業が対象になるリスクがある。中国政府はまた、訪米する自国民に対し、米警察による入国審査や職務質問などでの「嫌がらせ」や米国内で銃撃や強盗・窃盗が相次いでいることを理由に、米国への渡航について注意喚起を呼びかけている。

# グローバル・リスク・レーダー

**レアアース:** 中国政府はレアアースの輸出規制強化の検討を行っている。中国は世界のレアアース生産をほぼ独占しているため、この禁輸措置は米国の制裁に対する明らかな報復措置となる。レアアースはスマートフォンや医療機器、軍事製品など様々な製品に使用されており、米国の経済と国家安全保障には不可欠な資源である。

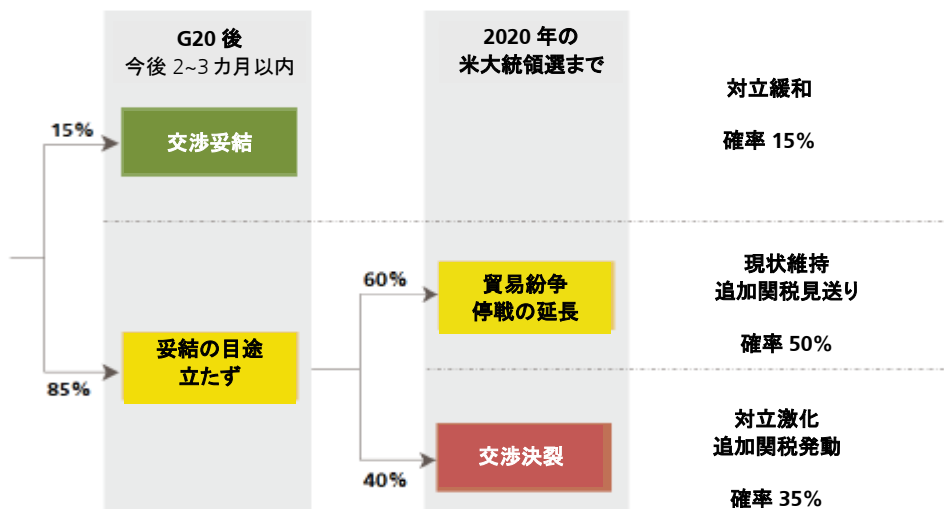
**メキシコへの関税措置:** トランプ大統領は5月末、メキシコ政府の不法移民対策が不十分だとして、6月10日からメキシコからの全輸入品に対して5%の関税を課すと警告した。計画では、最終的に25%に達するまで、毎月5%ずつ関税率を引き上げるとしていた。その後両国は移民に関する暫定的な協定を結び、45日後(7月末)までにその見直しを行うことで合意。これを受けてトランプ大統領は関税発動を見送った。米国が包括的な貿易協定(米国・メキシコ・カナダ協定)に合意したばかりの国に対して制裁関税をちらつかせたことで、米国と貿易協定を交渉中の他の国々の間に嫌悪感が広がる可能性がある。

## 今後の注目日程

今後数週間で、合意に向けた米中両政府の真意がより明らかになると予想される。その間、我々は、世界貿易に影響を及ぼす可能性がある次の展開に注視していく。

- 6月25日: 中国製品への新たな追加関税導入に関する公聴会が終了。米政府は先日、3,000億米ドル相当の中国製品への関税措置に関する公聴会の期間を1週間延長した。トランプ大統領は、G20サミット後2週間以内にこの措置を発動するか否かを判断すると発言している。
- 6月28-29日: G20サミット。G20サミットに合わせて行われる予定の米中首脳会談は、両国が合意に達する、あるいは少なくとも貿易紛争の停戦に合意して新たな交渉ラウンドを計画する直近の機会となる。
- 8月19日: ファーウェイに対する一時的な一般ライセンスの期限。米商務省がファーウェイに交付した90日間のライセンスが8月19日に期限を迎える。ライセンス期限が延長されなければ、米国のエンティティ・リストが全面施行され、米国企業はファーウェイとの取引を厳しく制限される。
- 2019年11月: 米国に輸入されるすべての自動車および自動車部品に追加関税が課される可能性が依然として残っている。トランプ大統領は、自動車輸入は米国の「安全保障上の脅威」であると結論付けた商務省の調査報告書を受け取った上で、欧州連合や日本など主要貿易相手国と交渉を進めるため、追加関税や関税割当枠(クォータ)などの輸入制限措置の実施を11月下旬まで延期した。

## 米中貿易交渉のシナリオ



出所: UBS、2019年6月現在

# グローバル・リスク・レーダー

## 我々の見解

### 基本シナリオ(確率50%): 停戦期間の延長

我々の基本シナリオでは、習主席とトランプ大統領が大阪でのG20サミットに合わせて首脳会談を行い、その結果、米中貿易紛争が一時休戦状態に入り、通商交渉が再開されると予想する。現行の関税に変更はないだろう。2020年の米大統領選挙前に最終的な貿易合意に達する可能性は残っているが、両国が妥結点を見出すのは選挙後になりそうだ。

トランプ大統領の5月5日付のツイート以降、米中両政府は双方の主張の隔たりは大きいとの認識を示してきた。従って、少なくとも米政権が要求している貿易不均衡の是正や、知的財産権保護、技術移転および競争に関する中国国内法の改正・整備を含む条件面で、両国が関税引き下げを伴う合意に至るとは考えにくい。とは言え、産業界や国内世論、金融市場からの圧力を受けて、どちらかが歩み寄るかもしれない。また農産物輸入や市場アクセスなどいくつかの点で部分合意に達する可能性も残っている。

これらを踏まえ、我々は、トランプ大統領が国内経済成長への悪影響を懸念して、残る3,000億米ドル相当の中国製品に対する関税発動方針を一時的に見送ることに合意すると考えている。現行の関税措置はしばらく維持されそうだが、両国は、国内経済への打撃懸念から、追加措置の実施を回避する可能性が高い。

中国を交渉のテーブルに再びつかせて一時休戦に持ち込むには、米政府はファーウェイ制裁を解除する意向を示すか、少なくとも停戦期間中は制裁の停止を継続しなければならないと我々はみている。こうした前提条件がなければ、中国は一部の米国企業を「信頼できない企業リスト」に掲載するという対抗措置に出るだろう。

米中貿易摩擦に関する我々の見通しは、早期に両国が妥協点を見出すことは難しいとの見方が根底にある。しかし、貿易協定が着地点を見出し、両国の対立が終わる可能性は低い。米中の対立は単なる貿易紛争にとどまらず、軍事的・技術的覇権をめぐる長期戦の様相を呈している。

### 楽観シナリオ(確率15%): G20サミット後に対立緩和

米国がファーウェイに対する制裁を発表したこと、さらに視点を広げれば、トランプ大統領の5月初旬のツイート以降に両国間の舌戦が激しくなったことで、G20サミット直後に米中が貿易合意に達する可能性は低くなった。こうした状況を踏まえ、我々は、今後2~3カ月で貿易摩擦が緩和するシナリオの確率を引き上げた。早期の解決には、米中両政府が貿易をめぐるそれぞれの言い分において一定の歩み寄りを示す必要があるが、もしそうなった場合、両首脳はそれぞれ国内からの批判にさらされるだろう。考えられる貿易協定の具体的な事項については、右の表を参照されたい。

### 悲観シナリオ(確率35%): 関税の引き上げ

我々の悲観シナリオでは、トランプ大統領はG20サミット終了後、残る中国製品のほとんどに追加関税を発動すると想定する。交渉はしばらく中断され、両国の成長見通しが著しく悪化した場合にのみ再開されるだろう。経済成長に対する影響は現時点では不透明だが、関税の対象範囲が拡大されることで、米中両国の国内総生産(GDP)成長率が最大で約1%下がると見込んでいる。

以前のレポートで指摘したように、これまで関税対象外だった3,000億米ドル相当の中国製品は、スマートフォン、コンピューター、アパレルなどの消費財が中心となる。これまでの関税対象品目と比べて、これらのセクターに占める中国製品のシェアは大きく、他国から代替品を調達することは難しい。

### 米中間の通商合意には以下の条件が盛り込まれる可能性がある

米中貿易協定に盛り込まれる可能性のある要素	UBS CIOの見解
中国が農産物、エネルギーから自動車、航空機などの工業製品に及ぶ米国製品の輸入を拡大(年間500億~2,000億米ドル)	ほぼ確実
市場開放。特に金融セクターの開放	ほぼ確実
3,000億米ドル相当の中国製品には追加関税を適用しない、2,500億米ドル相当の中国製品への25%の追加関税は維持するも、中国側の姿勢によっては一部を引き下げ	可能性高い
為替介入の透明性向上、人民元の安定維持	可能性高い
知的財産権の保護、技術移転	可能性高い
二国間法執行メカニズム	可能性高い
ファーウェイおよびその関連会社を米国エンティティリストから除外	可能性高い
競争政策、国内補助金	可能性低い
米国の指導の下での国有企業改革	可能性低い

出所: UBS、2019年6月現在

# グローバル・リスク・レーダー

一方、中国では、米企業の投資承認を遅らせたり、米系グローバル企業の中国での営業を妨害したりするなど、非関税障壁による報復が拡大しそうだ。中国が積極的に通貨安を誘導したり、米国債の売却を加速することはないだろう。どちらの動きも結局は自分の首を絞めることになるからだ。その代わりに、景気浮揚対策として政策対応を強化し、インフラ投資を積極化し、一段の金融緩和を実施するだろう。こうした悲観的なシナリオでは、2020年に世界的な景気後退入りのリスクが高まり、金融市場にもその影響が及ぶと予想する。主要中央銀行も緩和スタンスに戻らざるを得なくなるだろう。

交渉が完全に決裂するシナリオでも同様のことが指摘できる。この場合は、両国による報復合戦が激化し、関税だけでなく、相手国の商業活動を標的にした多くの対抗措置（許認可の遅れ、取り調べ、構成部品の戦略的禁輸など）が取られるようになるだろう。

## 投資への影響

5月初旬以降、貿易摩擦の悪化は投資家センチメントの重石となっている。しかしながら、米国をはじめとする世界の株式市場では、最初こそ株価は下落したものの、米連邦準備理事会（FRB）による早期利下げ期待が市場で高まり、間もなく株価は回復に転じた。

市場の今後の動向については、主に次の5つが重要な要素になるとみている。1) 貿易交渉が継続されるのか否か、2) 中国の残りの対米輸出品にも追加関税が課されるか、3) 中国は、これまでに発表された内容以外にどの程度の報復措置を取るか、4) 金融面、財政面からの政策対応、5) 世界経済への影響

仮に貿易交渉が決裂した場合は、市場はこれまで以上に大きな反応を示すだろう。もし米国が中国からの残りの輸入品に追加関税を発動した場合、米国の実質GDP成長率は最大で0.75～1%程度押し下げられる可能性がある。その結果、S&P500種株価指数構成企業の利益は約3%減、株価指数は10～15%程度下落が見込まれる。一方の中国株式市場は15～20%程度下落し、米ドル／人民元相場は節目の7.0を超えて円安が進行する可能性がある。

我々の楽観シナリオでは、企業の利益増とバリュエーションの改善を背景に、株式市場は上昇するものと予想する。その場合、米国株式市場は最大で10%、中国株式市場は15%増もありうる。米ドルは下落し、米ドル／人民元は6.4～6.7近辺で推移すると予想する。

我々の基本シナリオでは、市場はボラティリティ(変動)の高い状態が続き、引き続き貿易関連の報道に敏感に反応する展開になると見込んでいる。貿易摩擦の一段の激化リスクに備え、我々はポートフォリオにいくつかの変更を行った。まず、スイス株式に対する新興国株式のオーバーウェイト・ポジションを終了した。また、オーストラリア経済は中国経済への依存度が高いことから、米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを開始した。さらに、反景気循環的ポジションもポートフォリオに保有している。

## 資産クラスへの影響

### 主要資産クラスのシナリオ別予想パフォーマンス

想定シナリオ		予想される市場パフォーマンス	
基本シナリオ	貿易紛争の停戦延長	🟢 米国株式	0～5%上昇
		🟡 中国株式	-5～+10%で推移
		🟡 米ドル／人民元	6.7～7.1
悲観シナリオ	追加関税発動	🔴 米国株式	10～15%下落
		🔴 中国株式	15%下落
		🟡 米ドル／人民元	7.1～7.3
楽観シナリオ	G20後に対立緩和	🟢 米国株式	5～10%上昇
		🟡 中国株式	10～15%上昇
		🔴 米ドル／人民元	6.4～6.7

今後6か月での期待トータルリターン。  
注記：上昇シナリオと下落シナリオは、CIOの基本シナリオを超えて起こり得るシナリオです。

出所：UBS、2019年6月現在

## Appendix

### 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ありますが、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。