

グローバル・リスク・レーダー

米中貿易紛争が再燃

2019年8月9日

Chief Investment Office GWM

Daniil Bargman, Strategist; Brian Rose, Senior Economist Americas; Yifan Hu, Regional CIO and Chief China Economist; Dirk Effenberger, Strategist; Luca Henzen, Analyst; Clemence Rusek, Analyst

- 我々は米中貿易摩擦に関する基本シナリオを変更し、米国が3,000億米ドル相当の中国からの輸入品に10%の追加関税を9月1日に発動すると予想する。この展開により、米中の貿易摩擦はややエスカレートするだろう。貿易紛争が激化し、世界経済の成長を脅かす確率は30%と予想する。貿易摩擦が緩和されれば、上振れシナリオが浮上してくる。
- 今後の注目点は、1) 10%の追加関税が9月1日に発動されるかどうか、2) 中国がどのような報復措置に出るか、そして3) 米連邦公開市場委員会(FOMC)が9月17-18日の次回会合で、市場の期待通りに追加利下げに踏み切るかどうかである。
- 現時点での環境は、リスク資産にとって、対応可能ではあるが難しい状況であると考えます。戦術的にはポートフォリオのインカム向上が狙えるキャリア取引を引き続き推奨する。



出所: iStock

トランプ米大統領は8月1日、3,000億米ドル相当の中国製品に10%の追加関税を9月1日に発動すると表明した。中国はこれに対抗して米農産品の輸入を一時停止すると発表。人民元は急落し、米財務省は中国を「為替操作国」に認定した。

今回の急展開で、トランプ大統領と中国の習近平国家主席が6月の大阪での20カ国・地域(G20)首脳会議の際に合意した「一時休戦」は破られる形となった。

世界の金融市場にも動揺が広がった。米国株式は発表後5日間で4.5%下落。米10年債は1.7%を下回り、2016年以来の低水準となった。中国株式は8%を超える下げとなり、人民元は防衛ラインの1米ドル=7人民元を突破した。

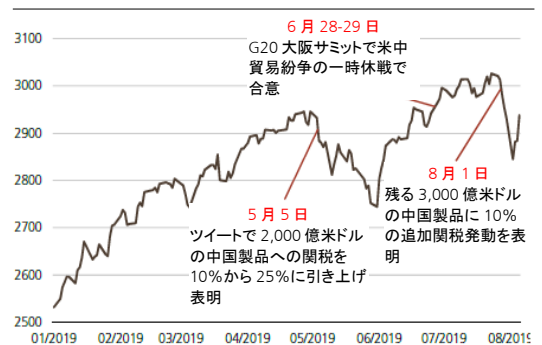
米中貿易摩擦の再燃は我々が想定していた展開ではなかったが、リスクシナリオとして35%の確率で起こり得ると予想していた(6月20日付レポート「G20サミットに寄せられる期待」参照)。そこで、我々は今回の動きを踏まえて基本シナリオを変更し、10%の追加関税が公表どおり9月1日に発動されると予想する。また、中国からも何らかの報復措置が発表される公算が大きいとみる。両国の報復合戦は長期化の様相をみせているが、貿易紛争がさらに深刻化し、米国が中国からの全製品に一律25%の追加関税が課す可能性は、現時点では30%にとどまると予想する。

交渉に進展があれば上振れリスクとなるが、その確率は20%にとどまると予想する。この上振れシナリオには今回、10%関税が9月1日までに撤回される可能性と、その後に貿易摩擦がさらに緩和される見通しも含む。

米中通商協議の先行き不透明感により、リスク資産にとっては難しい環境が続く。しかし、金融市場にメルトダウンが迫っているとは考えにくい。中央銀行による緩和策が下支えとして機能すると思われるからだ。こうした環境下では、低利回り通貨バスケットに対する一部の高利回り新興国通貨バスケットのオーバーウェイトなど、キャリア取引が有望と考える。

図表1:トランプ大統領の年初来の関税関連発言と市場への影響

S&P500種株価指数



出所: ブルームバーグ、UBS, 2019年8月9日現在

グローバル・リスク・レーダー

米中貿易に関するUBS CIOのシナリオ

シナリオ	確率 (6カ月)	想定される動き	GDP 成長率への影響 (12カ月)	FRB 対応	米国の景気後退 確率(2020年)	想定される市場の反応 (6カ月)
貿易紛争の緩和化／ 巻き戻し	20%	<ul style="list-style-type: none"> 3,000億ドルに対する10%の関税は実施されず 米中間の交渉が再開し、更なる緩和の方向が見えてくる 	<ul style="list-style-type: none"> USA +0.25% CHN +0.3% 	-25-50bps	20%	世界株式: +5~+15% ユーロ米ドル: 1.12~1.15 米ドル人民元: 6.7~6.9 金: 1,300~1,400米ドル/オンス 原油: 65~75米ドル/バレル
10%の関税実施+ 非関税措置の強化	50%	<ul style="list-style-type: none"> 3,000億ドルに対する10%の関税は9月1日に実施 不確実性が続き、関税引き上げは実施されないが、非関税措置は強化される 	<ul style="list-style-type: none"> 基本ケース (1.75%) 基本ケース (6%) 	-25-75bps	25%	世界株式: 0~+5% ユーロ米ドル: 1.15~1.20 米ドル人民元: 7.1~7.3 金: 1,450~1,550米ドル/オンス 原油: 55~70米ドル/バレル
25%の関税強化	30%	<ul style="list-style-type: none"> 3,000億ドルに対する関税は25%に引き上げられる グローバル経済の景気減速がより明確化する 	<ul style="list-style-type: none"> USA -1.0% CHN -0.2%* (対策含む) 	>-100bps	50%	世界株式: -10~-15% ユーロ米ドル: 1.20 米ドル人民元: 7.3~7.5 金: 1,600~1,700米ドル/オンス 原油: 45~55米ドル/バレル

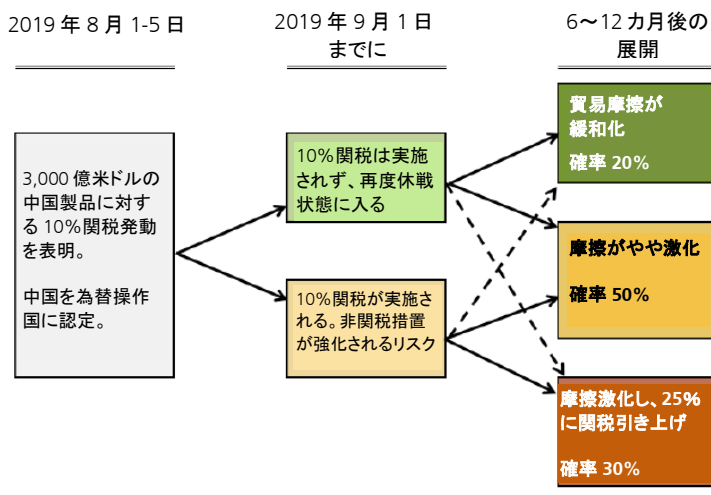
*中国のGDP成長率への影響は政府の景気対策による効果を考慮に入れている。出所: UBS、2019年8月9日現在

不確実性を捉える

米中貿易紛争の荒波の中で投資を進めていくには、次のようないくつかの問いを検討する必要がある。まず第1に、トランプ大統領の強硬的な対中通商政策は、本当に米国に利益をもたらす協議合意を目指すものなのか、それとも経済大国である中国との長期的な覇権争いの一環なのか？第2に、トランプ政権は、米景気の減速を招きかねない中で、米連邦準備理事会(FRB)の下支えがないまま中国との対立をエスカレートさせるつもりなのか？第3に、中国政府は、米国が仕掛けたエスカレーションへの報復措置としてどのような対抗手段を講じてくるだろうか？そして最後に、FRBは、足元の市場の動きと政治リスクの高まりにより、追加利下げを余儀なくされるだろうか？

これらの問いに答えるため、6-12カ月の戦術的投資期間における3つの主要シナリオを以下に示す。

図表2：米中貿易をめぐるシナリオ・ツリー



出所: UBS、2019年8月9日現在

グローバル・リスク・レーダー

基本シナリオ (確率50%) : 9月1日に10%の追加関税が発動し、貿易摩擦が緩やかにエスカレートする

我々の基本シナリオとして、3,000億米ドルの中国輸入品に10%の追加関税が9月1日に発動すると予想している。トランプ政権はこれまで、表明した関税措置の大部分はその後に実行に移している。

これに対し中国政府は慎重な対応を示すと予想する (表2参照)。

FRBは次回9月のFOMCで最低でも25ベースポイント(bp)の追加利下げを実施する可能性が高く、年内にさらなる追加利下げの余地を残すと考えられる。この追加利下げにより金融市場は当面は安定するだろう。一方中国は、預金準備率の年内100-200bpの追加引き下げやインフラ建設支援策など、新たな景気刺激策を導入するだろう。

さらに、来年の大統領選挙が本格化するなかで、トランプ政権は不要な景気後退リスクを高めるような事態は回避するだろう。よって、我々の戦術的投資期間において、米国がすべての中国製品に25%の追加関税を課す可能性は低いとみられる。このように考えると、米中の通商協議は実質的に膠着状態となり、追加関税は10%のまま不安定な休戦状態が続く可能性が高いと考えられる。

経済および市場への影響

3,000億米ドル相当の中国製品に対する10%関税は、米中、そして世界の経済成長を押し下げるだろう。今後12カ月において、米国のGDP成長率は25bp、中国は(景気刺激策による効果を考慮に入れた上で)同30bp押し下げられると我々は予想している。もしこの基本シナリオが実現した場合、米国が2020年に景気後退入りするリスクは(他の条件がすべて同じであるならば)引き続き低く、平均水準をやや上回る25%程度にとどまるだろう。

米中貿易紛争以外の要因でグローバル経済がさらに軟化する場合は別として(基本シナリオでは想定していない)、市場は比較的底堅く推移すると見られる。アジアおよび世界の株式市場は、中央銀行による下支えの程度により、横ばい、あるいはやや上昇して推移すると予想される。人民元は1米ドル=7.1-7.3元前後で推移すると見込まれる。

下振れシナリオ (確率30%) : 米中対立が激化し、残りの関税対象外の中国製品にも25%関税発動

米国は、国内経済の減速リスクはあるものの、対中交渉姿勢を強硬化する可能性がある。加えて、中国側も10%関税に対してより厳しい対抗措置に打って出る可能性が考えられる(表3参照)。こうした状況になれば、米国がすべての中国製品に対して25%関税を発動する可能性も十分に想定される。

経済と市場への影響

すべての中国製品に25%関税が課された場合、中国経済がさらに減速するだけでなく、米国経済にも10%関税よりもさらに大きな打撃が及ぶだろう。米輸入企業はこれ以上利益率を縮小してコスト増に対処することができなくなり、製品価格の値上げで消費者に負担を求めざるを得なくなるだろう。2020年のGDP成長率は米国が100bp、中国は(景気刺激策の効果を入れた上で)50bp押し下げられると予想する。その他のグローバル経済にも打撃が及ぶだろう。

米中を始めとする各国中央銀行は、景気減速に備え、より積極的な緩和策を実施するものと考えられる。しかし、それでもなお世界の景気サイクルに対するリスクは大幅に高まるだろう。すべての中国製品に25%の関税が課せられた場合、2020年に米国が景気後退入りする確率は50%と予想する。

表2: 想定される中国からの反応

- ・米国製品への関税を緩やかに引き上げる。
- ・米国からの農産品、航空機、原油、液化天然ガス(LNG)等の輸入をさらに制限する。
- ・米国への渡航について注意を喚起する。
- ・1米ドル=7.2元前後またはそれを若干割り込む水準まで緩やかな人民元安を容認する。
- ・米国のエンティティリスト(禁輸措置対象リスト)に対抗した「信頼できない企業リスト」を作成する。
- ・米国からの観光・教育、映画・CD等の知的財産製品、および専門サービス(法務、会計、金融サービス等)のサービスの輸入を制限する。

出所: UBS、2019年8月9日現在

表3: 想定される中国からのエスカレートした反応

- ・米国からの財およびサービスの輸入を大幅に制限する。
- ・米国からの輸入品に対する関税を25%引き上げ、他国からの輸入品関税は引き下げる。
- ・人民元安を(7.3~7.5程度まで)さらに容認する。
- ・「信頼できない企業リスト」の対象を拡大する。
- ・北朝鮮との交渉を仲介する姿勢を示す。
- ・レアアースの輸出を制限する。
- ・米国債を一部売却する。
- ・米国との閣僚級貿易協議を全面的に中止する。

出所: UBS、2019年8月9日現在

グローバル・リスク・レーダー

グローバル株式には大幅な調整が入るだろう(少なくとも初めに10%程度下落し、その後に弱気相場に転じる可能性が高いとみる)。債券利回りも現在の水準からさらに低下し、スイス・フランや日本円などの安全資産とされる通貨は金とともに上昇するだろう。人民元は1米ドル=7.3-7.5 元程度で推移すると予想される。

上振れシナリオ (確率20%): 米中の対立緩和で10%追加関税の撤廃
我々の対立緩和シナリオには複数の展開が含まれる。まず第1に、米国は、中国側が一定の譲歩姿勢を示すことで、10%関税を取り下げる余地がまだ残されている。第2に、9月1日の発効期限の前後に交渉が大幅に進展し(その場合でも、しばらくは摩擦がやや高まると予想する)、結果的に既存の関税および非関税措置が少なくとも部分的に撤廃される可能性がある。

表4に、想定される米中对立緩和化の理由を示した。

経済と市場への影響

摩擦緩和の場合は、リスク資産は上昇し、債券利回りも上昇するだろう。ただし、リスクオン上昇の程度は、対立緩和の度合いと中央銀行の緩和策の規模に大きく影響を受ける。グローバル株式は少なくとも5-10%上昇、アジア株式は10%程度の上昇余地があるとみている。

FRBには9月または12月に追加利下げを行う余地がなお残されているが、米国およびグローバル経済への下押し圧力は後退するだろう。米中对立緩和の場合、米国が2020年に景気後退入りする確率は20%と、平均をやや上回る程度にとどまると予想する。

結論

米中の長期化する貿易紛争は、投資家、エコノミスト、そして政治アナリストにとって先行き不透明な環境を生み出し、实体经济の不確実性を高める。その結果、企業の設備投資ペースは減速し、消費者信頼感は低下し、金融市場の変動性は一層高まる。米中对立再燃の影響で、株式オプションのインプライド・ボラティリティ(予想変動率)を測るVIX指数は、強い警戒感を示すとされる20の大台を超えて急騰した。

二大経済大国である米中の貿易摩擦は、世界の景気指標と市場動向に影響が波及する。製造業の景況感指数は、世界の主要地域ですでに、国内市場を主軸とするサービスセクターの景況感を下回っている(図表3参照)。特にドイツでは、7月の鉱工業生産指数がユーロ危機時のどの時点よりも悪化している。米企業収益の市場予想も1月以来低迷しており、欧州や新興国市場など輸出主導地域では低下が鮮明化している(ブルームバーグがまとめたS&P 500種株価指数、EuroStoxx 50指数および MSCI 新興国市場の12カ月先利益の予想コンセンサスに基づく)。

景気見通しが下方修正されるにともなって、各国中央銀行への緩和圧力が高まりつつある。市場は現在のところ、今後6カ月でFRBに70bp、欧州中央銀行(ECB)には25bpの利下げを期待している。

FRBとECBはともに年内に十分な緩和措置を講じ、当面、实体经济の減速を抑制し、市場センチメントのさらなる悪化を食い止めるものと予想する。しかし、我々は引き続き、米中協議がさらに激化する兆しがなく警戒し、中央銀行が食い止められないほどに景気減速が深刻化する兆しに注視していく。

表4: 想定される米中对立緩和化の理由

・交渉終盤戦での米国の誠実な姿勢で「素晴らしい取引(グレート・ディール)」へと着地。

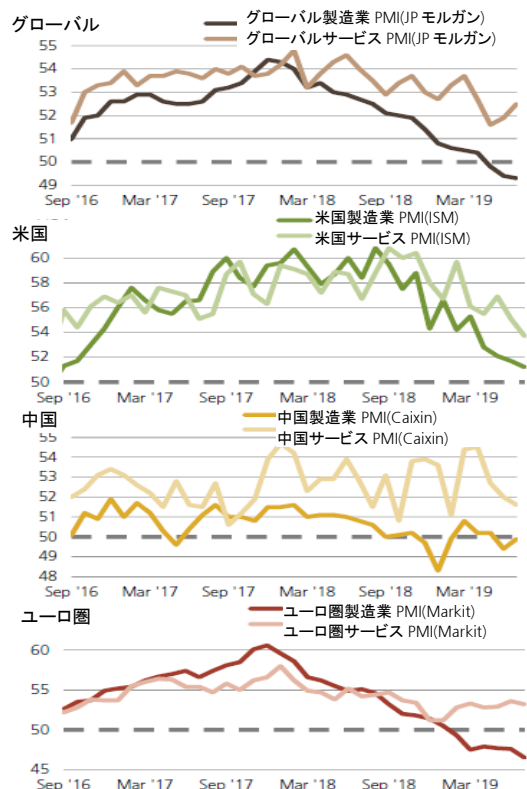
・中国は米農産品の輸入拡大に合意する。

・中国は外国企業への市場アクセス拡大を認める。

・中国は1米ドル=7.0元を下回る水準に人民元高を誘導する。

出所: UBS、2019年8月9日現在

図表3: 地域別の企業景況感指数
PMI=購買担当者景気指数



注釈: 指数の50が好不況の目安

出所: ブルームバーグ、UBS、2019年8月9日現在

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けます。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。