

グローバル・リスク・レーダー

世界貿易: 転換点を上手く乗り切る

2019年8月30日

Chief Investment Office GWM

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

- トランプ米大統領が中国からの輸入品に対して追加関税の発動を決定したことから、足元で米中間の緊張が再び高まっている。
- 我々の基本シナリオでは、トランプ政権は直近表明した追加関税を発動すると予想しているが、これにより、今後12カ月で、米経済成長率は約0.3%ポイント押し下げられると見込む。下振れシナリオでは、中国の影響力の大きい製品への関税引き上げや輸入自動車に対する関税賦課等、米国の追加制裁の結果、景気後退リスクが急速に高まると想定している。
- 米国の景気後退は差し迫ってはいないが、明らかに下振れリスクの方が高まっている。よって、我々は株式のエクスポージャーを減らし、株式全体としてはアンダーウェイトに変更した。一方、金利は長期にわたり低位で推移するとみており、インカム向上の機会を追求する。

この数週間にわたり、米中貿易紛争は、相次ぐ報復措置、強気の発言、そして姿勢転換と、目まぐるしい展開をみせてきた。トランプ大統領は中国製品への関税を更に引き上げなかったことを後悔したが、その数日後には、貿易協議の進展に再び期待を示した(図表1参照)。米中貿易紛争の今後の展開を予想することは困難であるが、全体としては、両国の緊張関係は今後も続き、現在表明されている追加関税は発動されると予想する。今後6カ月から12カ月の間に事態が悪化する可能性も否定できない。

金融市場は、ここ最近の貿易紛争の動きに大きく影響を受けてきた。8月はVIX指数(市場リスクと投資家センチメントの指標)が2018年末の水準まで大きく上昇し、不安心理の高まりが示唆された。その間、債券利回りは大幅に低下し、金融危機以降で初めて、米国の10年国債利回りが2年国債利回りを下回る逆イールド現象が発生した。これは、過去の事例では、景気後退の予兆と解釈されてきた動きである。

このようにリスクは高まりつつあるが、我々は依然として、米国経済の2020年の景気後退入りは回避されるものとみている。しかし、金融政策よりも、貿易に関する報道の方が、市場への影響が次第に大きくなりつつあることは確かである。よって、貿易紛争の先行き不透明感を踏まえ、株式についてはエクスポージャーを抑制することを勧める。戦術的資産配分においては、株式を全体としてはややアンダーウェイトとし、低成長の環境下、中央銀行の緩和政策の恩恵を受けるキャリア戦略で金利収入を狙う。

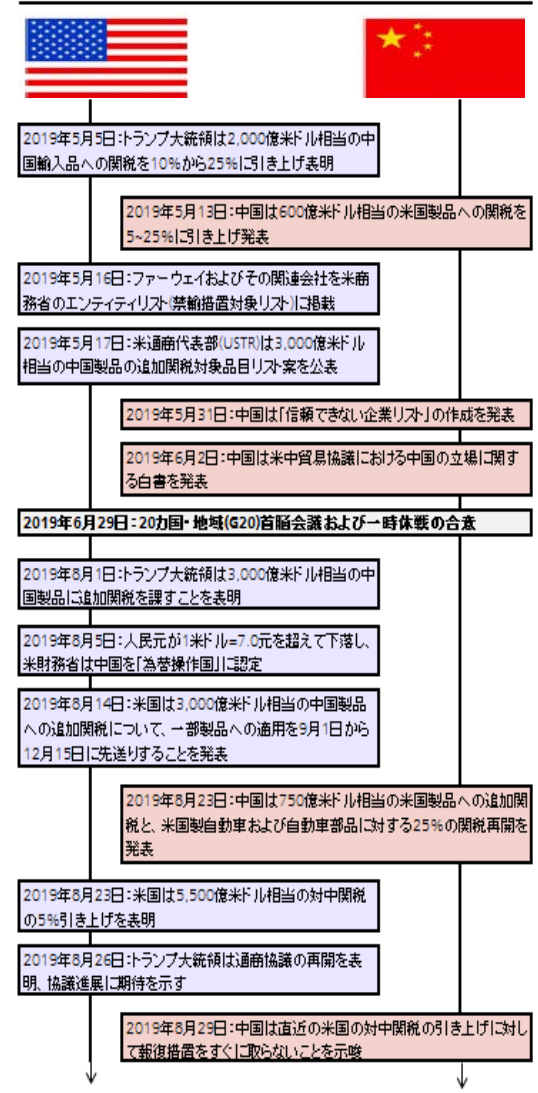
追加関税により緊張が高まる

トランプ大統領は8月第1週、関税対象となっていなかった3,000億米ドル相当の中国製品に10%の追加関税を課すことを決定し、6月の20カ国・地域(G20)首脳会議の際に合意した一時休戦は終わりを迎えた。これ以降、両国の間では、緊張緩和と報復合戦が目まぐるしく繰り返された(図表1参照)。そして米国がすでに関税対象となっていた2,500億米ドル相当の中国製品への関税率を25%から30%に引き上げる方針を示唆している。このように報復ペースが速まっていること、(制裁関税の上限とみなされていた)25%を超える関税引き上げを表明したことで、対立の一段の激化が鮮明になった。



出所: iStock

図表1: 2019年5月以降の米中貿易紛争



出所: UBS、2019年8月30日現在

グローバル・リスク・レーダー

中国政府も5月の米中協議の決裂以降、中国側による一方的な譲歩をすることをせず、貿易紛争が解決しても米国との対立が緩和することはないと考えるようだ。両国の対立は、貿易の範疇をはるかに超え、技術覇権や地政学的優位等、他の領域にも広がりを見せつつある。

現在9月上旬に予定されている米中通商協議は、予定通り実施されるとみている(訳注:中国政府は5日、今月に予定していた閣僚級協議を10月初めに先送りすることで米国側と一致したと発表)。両国は協議を再開すると見込まれるが、直近の関税引き上げにより、世界経済の落ち込みが一時的では済まなくなってしまう可能性が高まったと考える。

想定されるシナリオ

基本シナリオ(確率 45%): 貿易摩擦は長期化

我々の基本シナリオでは、直近表明された追加関税が実行に移されるとみている。これにより、今後12カ月で、米経済成長率は約0.3%ポイント押し下げられると予想する。米国経済が景気後退に陥る可能性は低いと考えるが、センチメントが予想以上に悪化する余地は残る。米国経済が回復可能な程度の米国の更なる制裁の可能性は排除できないが、中国は慎重な対応を示すと予想する(表1参照)。中国は結果的に交渉のテーブルに戻り、基本的に合意を目指していると思われることから、その対応は緩やかな報復措置等にとどまると考える。このシナリオの場合、中国のGDP成長率は、来年には5.8~6.0%まで減速すると見込む。人民元は、今後3~6カ月の間に、最大で1米ドル=7.4元まで下落すると予想する。

現時点で、我々は、米連邦準備理事会(FRB)が今後12カ月の間に3~5回程度の利下げを行うとみている。追加緩和が決定されれば、トランプ大統領の強硬姿勢の下支えとなり、更なる関税の引き上げにつながる可能性もある。我々の見方では、米国の大統領選挙前に合意に至る可能性は低い。しかし、米政権としても、大統領選を前に、景気後退入りのリスクを無用に高めることは避けたい。よって、米政府は対中関税の大幅引き上げは踏みとどまるだろう。

下振れシナリオ(確率 35%): 米中対立激化で、米国経済が景気後退入り

リスク・シナリオでは、制裁関税により、米国の景気後退と世界経済の落ち込みの可能性が急激に高まると想定している。直近の追加関税の引き上げにより、既にその可能性は高まっており、足元の景気サイクルの終焉につながりうるラインの線引きが、以前より難しくなっている。しかし、金融・財政政策次第でもあるが、大半の製品に対する35%超の関税は危険領域と考える。また、直近の追加関税引き上げの影響はタイムラグがあり、来年になって現れてくるとみている。製品の前倒し購入により、一見、堅調な景気が継続しているようにみえる可能性がある。先行き不透明感による企業の景況感への悪影響等の副次的影響や、サプライチェーン変更による本格的な影響も、顕在化するまでには時間がかかると考える。そこで、戦術的(短期的)投資期間において、過去最長の米景気拡大局面が終焉を迎えるかどうかの貿易面での主な判断材料を以下挙げる。

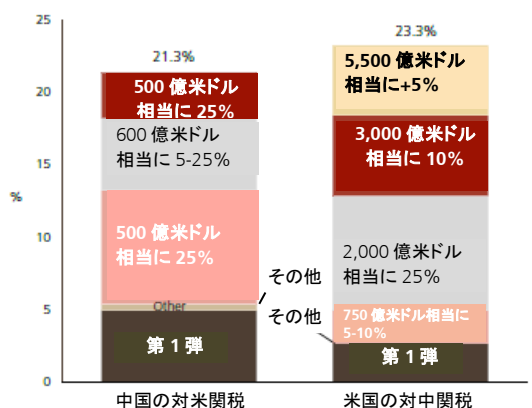
- 関税の引き上げ:** 米政権が、米企業の利益率に極めて深刻な悪影響が及ぶレベルにまで、対中制裁関税率を引き上げることを決定した場合、利益縮小により雇用がほとんど抑制されるだろう。家電製品への関税が25%超(足元15%)まで強化されれば、言い換えれば、米国の対中輸入全体に対する平均関税率が、現在の23.3%(図表2参照)から35%を超える水準まで引き上げられる事態になれば、企業は投資を抑制し、最終的には雇用の大幅削減を余儀なくされると考える。中国からの反応としては、米国の農産品や主要サービス(銀行、観光・教育、娯楽製品等の知的財産等)に対する追加関税の拡大等が予想される。政策面では、GDP成長率が5.5%を大きく下回る水準にまで急減速するのを食い止めるため、中国人民銀行(中央銀行)の貸出ファシリティの拡大、預金準備率の200ベースポイント(bp)超の引き下げ、20bpを超える中期貸出ファシリ

表1: 想定される中国からの対応

・米国製品に対する段階的な関税強化
・米国からの農産品、航空機、原油、液化天然ガス(LNG)等の輸入数量規制
・米国への渡航について注意喚起
・管理された状況での目安容認(1米ドル=7.4元程度まで)
・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」公表
・米国からのサービス(観光・教育、映画・CD等の知的財産製品、法務、会計、金融サービス等)の輸入制限

出所: UBS、2019年8月30日現在

図表2: 米中の二国間関税は、両国とも平均関税率が20%を超えている
輸入品に対する平均関税率(2017年の貿易統計を基準)



出所: ドイツ銀行、UBS、2019年8月30日現在

グローバル・リスク・レーダー

ティ(MLF)金利の引き下げ、4兆元を超える地方政府債券の発行など、さまざまな緩和策による対応強化が見込まれる。これに伴い人民元安も容認され、1米ドル=7.5元を超える元安は避けられない可能性がある。米中関係がさらに悪化すれば、中国が保有する米国債の売却が始まる可能性もある。

- **技術覇権争いの激化:** これまでのところ、米商務省は、中国の通信機器大手ファーウェイへの輸出禁止措置を、一時的に一部猶予している。しかし、米政権は、米企業に対してファーウェイとの取引をただちに禁止したり、エンティティリストの対象を人工知能(AI)やバイオテクノロジー分野まで)広げ、多くの中国企業をリストに掲載して、米テクノロジー製品の購入を効果的に阻止することにより、ハイテク分野での対立を強める可能性がある。中国も同様に、中国版エンティティリストとされる「信頼できない企業リスト」に多くの米企業を加え、事業コストの上昇を目論むだろう。このような事態となった場合、中国は、米ハイテク製品へのアクセスが大幅に制限されることから、中国の成長軌道は次第に落ち込むものと予想され、2020年のGDP成長率は、我々の基本シナリオ5.8~6.0%に比べて50bp低下する可能性がある。
- **自動車関税:** 自動車関税に関する調査報告書に対する最終判断は、11月中旬までに行われると予想する。米政権は現時点で輸入自動車に追加関税を課していない。米議会や業界では、自動車関税に反対する意見が大勢を占めているが、トランプ大統領は最近になってその可能性が残っていることを示唆した。全ての輸入自動車・自動車部品に対し25%の関税を課すことにより、ドイツや日本等、主要な自動車輸出国は打撃を受け、米自動車産業にも悪影響が及び、世界経済は落ち込むものと考えられる。日米両国は9月中旬に新たな貿易協定への署名を目指しており、これにより日本車に対する米国の制裁関税は回避される見通しである。しかし、欧州連合(EU)との貿易交渉は、欧州委員会に交渉権限を付託する交渉指令案が4月に承認されたが、通商協議はまだ正式には開始されていない。この間、EUは、トランプ政権が追加関税を課した場合の報復関税の対象とする米製品の品目リストを作成した。
- **その他の制裁:** 最近、トランプ大統領は国際緊急経済権限法(IEEPA)を発動すると警告し、「米企業は中国の代替先をすぐ探し始めるよう命じる」と述べた。こうした動きにより中国での米投資が縮小し、中国企業と事業を行うことが困難になると考える。その場合、米企業は中国からの生産移管を余儀なくされ、サプライチェーン変更のコスト負担を強いられる。

上振れシナリオ(確率20%): 米大統領選挙を前に、米中の対立が緩和

米中の対立緩和シナリオでは、来年の米大統領選挙を前にして、米中通商関係が大きく改善すると想定する。トランプ大統領の中核支持層の一部(特に農家)ではすでに、貿易紛争に失望している兆候が見られる。トランプ大統領も、大統領選挙を控え、景気を失速させる余裕はない。再選に黄色信号が灯るようであれば、市場を喜ばせ、偉大なるディール・メーカー(取引交渉者)のイメージを宣伝できるよう、中国に対する強気の交渉戦術を後退させて仮合意の成立を図ろうとするだろう。

中国政府は、米中貿易紛争の激化を望んでいないことを示唆したが、中国が合意を受け入れるのは、トランプ政権がファーウェイを始めとする中国ハイテク企業に対する規制を緩めた場合のみであると我々は考える。しかし、中国の技術覇権阻止が米議会超党派のコンセンサスになりつつあることから、そうしたシナリオが実現する可能性は低いとみている。

グローバル・リスク・レーダー

米中貿易に関する UBS CIO 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 (対基本シナリオ 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)
米大統領選挙を前に、 対立緩和	20%	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 発動済み/発動予定の関税の一部撤廃 👉 閣僚級協議が再開、さらなる緊張緩和の余地が広がる 	<ul style="list-style-type: none"> 🇺🇸 +0.25% 🇨🇳 +0.1%~+0.2% 	-25-50bps	20%	グローバル株式: 0~+10% ユーロ米ドル: ≤ 1.12 米ドル人民元: 6.8~7.0 金: 1,400 米ドル/オンス 原油: 65~75 米ドル/バレル
貿易摩擦の長期化	45%	<ul style="list-style-type: none"> 👉 米中とも直近の関税案を、予定通り実施 ⚠️ 不確実性が続き、最大 35% への関税率引き上げと非関税障壁の激化の可能性が高まる 	<ul style="list-style-type: none"> 🇺🇸 基本シナリオ (1.75%) 🇨🇳 基本シナリオ (5.8~6%) 	-75-100bps	30%	グローバル株式: -5%~0% ユーロ米ドル: 1.13~1.18 米ドル人民元: 7.0~7.4 金: 1,550~1,650 米ドル/オンス 原油: 55~70 米ドル/バレル
貿易紛争激化で米国 が景気後退入り	35%	<ul style="list-style-type: none"> ✗ 全ての中国輸入品に対する関税率を 35% 以上に引き上げ、および/または輸入自動車関税を発動、ハイテク分野の対立激化 👉 高い確率で世界経済が失速 	<ul style="list-style-type: none"> 🇺🇸 -1.0% 🇨🇳 -0.3%~-0.5% 	>-100bps	≥50%	グローバル株式: -15~-20% ユーロ米ドル: 1.18 米ドル人民元: 7.4~7.6 金: 1,700 米ドル/オンス 原油: 40~50 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30日現在

投資見解

我々は、貿易紛争が世界経済の減速に拍車をかけるリスクが高まったと考え、ポートフォリオの推奨を変更した。債券に対する株式のオーバーウェイトを解消したが、中央銀行による緩和姿勢維持と、財政出動の可能性を踏まえ、株式市場の急落に備えたポジションは組んでいない。一方、金利収入を狙ったインカム戦略を続ける。グローバル景気が減速する中、中央銀行の緩和政策がプラス材料になると考えるからだ。

上振れシナリオでは、リスク資産の価格は上昇し、安全とされる国債利回りは上昇するだろう。しかし、リスク・オンによる上昇相場の度合いは、米中間の対立緩和の程度と中央銀行の緩和規模に大きく影響を受けるだろう。グローバル株式は 0~10% のリターンを予想する。一方、人民元は対米ドルで 7.0 を下回り、元高方向に回復する可能性がある。

下振れシナリオでは、2020 年に入り、米国の景気後退リスクが大きく高まると予想する。最終的には、これにより市場はサイクルの後半から終焉局面に移行し、リスク資産の価格は大幅に下落すると考える。グローバル株式市場は 15~20% の急落に見舞われると予想する。特に貿易紛争の影響を受けやすいセクター(資本財、素材など)は、生活必需品やヘルスケア等のディフェンシブ・セクターよりも下落幅が大きくなると見込む。なお、生活必需品とヘルスケアの両セクターは、基本シナリオにおいても推奨している。スイス・フランや日本円等の安全通貨は、金とともに上昇すると予想する。金価格は、我々の 6 カ月予想の 1,600 米ドル/オンスを超える可能性がある。米ドル/人民元は 7.6 に達する可能性があるが、FRB の追加緩和策により更なる上昇余地は低いと考える。

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。