



Global Markets in Focus

米中貿易交渉のつまずき（stumble）で 株価下落（tumble）

中国製品への関税率引き上げの新たな脅威は当面のボラティリティ
上昇要因に

2019年5月6日

〔要旨〕

- トランプ米大統領の関税引き上げ表明に対抗し、中国は協議打ち切りを示唆
- 4月のISM製造業指数は、貿易戦争が米国経済に長期的に与えるマイナスの影響を示唆
- 製造業者への関税のコスト負担上昇を示す調査は他にも
- 中国も貿易交渉には前向きながら、安易な妥協はしない公算
- 米中貿易協定の成立の可能性が市場でかなり織り込まれていたことから、当面はボラティリティの高い状況となる公算
- ただし、①中国の積極的な景気刺激策、②FRBの緩和的金融政策スタンスから2018年10-12月期のような株安局面とはならず、下げ局面が投資機会となる可能性にも留意すべき



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

米中貿易交渉はここ数日で状況が悪化し、一時的に合意が遠く可能性があります。

トランプ米大統領の関税引き上げ表明に対抗し、中国は協議打ち切りを示唆

全ての始まりは、トランプ米大統領が、中国との協議に時間がかかりすぎており、同国が「再交渉」を試みているとし、5月10日までに2,000億米ドルの中国製品の関税水準を25%に引き上げると表明したことでした。また、関税を課していない製品にも25%の関税を課すと主張しました。これに対し、中国は、今週予定されている米中間の貿易交渉を打ち切ろうとしています。

4月のISM製造業指数は、貿易戦争が米国経済に長期的に与えるマイナスの影響を示唆

この展開はどのように判断すれば良いでしょうか？まず第一に、米国は早期の合意を望んでいるようです。これは、トランプ政権が2020年の大統領選挙の戦略を立て始めようとする中で、貿易をめぐる現在の状況が米国経済にマイナスの影響を与えていることを示唆しています。予想を上回った2019年1-3月期の米国国内総生産（GDP）や、非常に好調な4月の雇用統計など、最近の良好な米国経済指標をみると、そうは考えられないかもしれません。しかし私は、貿易戦争が米国経済に次第にマイナスの影響を与えるはずだと信じています。最新のISM製造業景況指数などから、いくつかの気になる兆候が確認されました。4月のISM製造業総合景況指数は52.8と、前月の55.3から2.5ポイント低下しました¹。特に懸念されるのは新規受注指数で、当月は前月（57.4）から5.7ポイント低下の51.7でした²。ISM調査の回答企業のコメントから、関税が問題を生み出していることが明らかになっています。

- 「関税は、コンピュータ部品の価格上昇をもたらすと同時に、製造業者が中国を離れ、関税の影響を受けない国へ移る結果をもたらしている」（コンピュータ・電子製品メーカー）
- 「潜在的な脅威である関税やメキシコ国境問題を注視している。中国の貿易協定が合意に達すれば、供給網の安定とコスト管理の助けとなるだろう」（機械メーカー）

ここ数か月、トランプ政権の税制改革法を受けた設備投資への意欲の高まりなどを要因として、設備投資は増加してはいるものの、比較的低い水準にとどまっています。このことは、米中貿易戦争により生じた経済政策の大きな不確実性が設備投資を抑制していることを示しています。これは、ISM調査の企業からの回答にも見られます。

- 「景気減速や貿易・関税政策に対する懸念などを背景とするコモディティ価格の不透明さを考慮し、当社は2019年の設備投資を削減することを決定した。2019年の設備投資額は2016年に近い水準となる見込みだ。」（石油・石炭製品会社）
- 「われわれは、メキシコの国境問題や関税問題を注視している」（輸送用機器メーカー）

製造業者への関税のコスト負担上昇を示す調査は他にも

こうした状況は、他の調査における企業の反応でも明らかです。例えば、米連邦準備理事会（FRB）が公表した3月のページ・ブックは、「多くの製造業企業が、世界的な需要の低迷、関税によるコストの上昇、そして現在進行中の貿易政策の不確実性に対する懸念を示した」と報告しています。また、ニューヨーク連邦準備銀行、プリンストン大学、コロンビア大学の共同調査は、鉄鋼とアルミニウムへの関税により、2018年は月額30億ドルの追加コストが企業と消費者に課せられたと結論づけました。また、米ピーターソン研究所（Peterson Institute for International Economics）の調査によると、鉄鋼とアルミニウムへの関税により、2018年は鉄鋼製品の価格が9%近く上昇し、鉄鋼ユーザーのコストは56億米ドル上昇したそうです。

中国も貿易交渉には前向きながら、安易な妥協はしない公算

中国では、最近ではGDPなど、良好な経済指標が確認されるようになりましたが、4月の製造業購買担当者景気指数（PMI）は再び失望的な内容でした。中国も、貿易戦争が経済に悪影響を及ぼしていることから、明らかに交渉の妥結を望んでいます。望ましくない条件での強制的な協定締結は絶対に受け入れようとはしないでしょう。そのため、中国人民銀行（PBOC）は6日早朝に、市場に2,800億人民元を放出する目的で、中小銀行を対象とした預金準備率の引き下げを発表しました。これは、中国が引き下がるのではなく、むしろ、追加関税が導入された場合の逆風に打ち勝つために、経済成長を後押ししようとしていることを示しています。

中国の政策当局は、必要に応じて金融刺激策を講じ、金融市場のボラティリティを緩和する用意があるようです。これは、中国がここ1年近くにわたって同国経済に投入してきた莫大な金融・財政による景気刺激策に沿った動きです。そして、中国は自国経済への刺激を継続し、同国が好ましくないと判断するような貿易協定を米国が強制的に受け入れさせようとする動きを阻止するでしょう。

米中貿易協定の成立の可能性が市場でかなり織り込まれていたことから、当面はボラティリティの高い状況となる公算

残念ながら、米中貿易協定の合意は米国と中国の株価に織り込まれていたため、両市場は大きく売りこまれました。この事態の変化により今後の情勢はかなり不透明となり、投資家は、貿易協定が当面合意に達せず、関税が引き上げられる可能性を考慮に入れなければなりません。こうした展開を踏まえると、ボラティリティの高い状況が予想されます。

中国の追加的な刺激策の実施といった動きとともに、米国が輸出管理規制を見直し、中国を痛めつけると脅すようなさらなる動きが見られる可能性もあります。

ただし、①中国の積極的な景気刺激策、②FRBの緩和的金融政策スタンス—から2018年10-12月期のような株安局面とはならず、下げ局面が投資機会となる可能性にも留意すべき

しかし、重要な点は、いくつかの理由から、米国と中国の株式市場が、2018年秋に見られたような下落に見舞われる可能性は低いということです。第一に、米中、特に中国は、貿易戦争による市場と経済への負の影響を回避するため、より積極的な景気刺激策を実施する可能性が高いと思います。第二に、FRBはよりハト派的な金融政策スタンスをとっており、世界の市場の緩衝材となるはずで

確かに投資家は、状況の進展に応じてボラティリティの上昇、特に価格下落の可能性が続く環境に備えるべきでしょう。しかし、米中が迅速な合意に達するかどうかに関わらず、関税問題を背景に米中の株式市場が下落した場合、十分な時間軸を持つ投資家にとっては、魅力的な投資機会になりうると考えます。もちろん、投資家は見定める必要がありますが、投資機会とは、そのような恐怖に駆られた売りにより現れるものといえるでしょう。

1. 出所：2019年4月のISM製造業景況レポート（Manufacturing ISM® Report On Business®）。
2. 出所：2019年4月のISM製造業景況レポート（Manufacturing ISM® Report On Business®）。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、チーフ・グローバル・マーケット・ストラジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会