



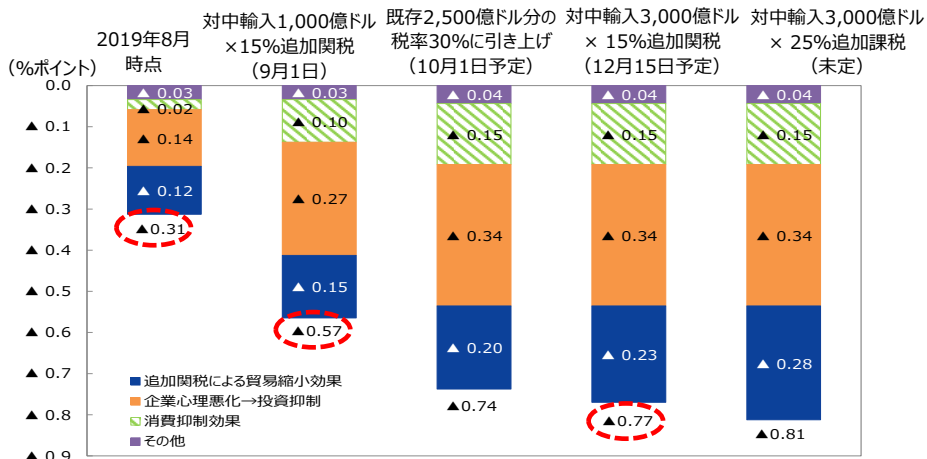
今日のトピック 吉川レポート (2019年9月)

米中対立再燃を受けたシナリオ再検討

ポイント1 米中対立が再びエスカレート

- 米中通商交渉は、20カ国・地域首脳会合（G20大阪サミット）以降、限定的な取引に絞って交渉し、大枠は一旦凍結する局面に入ったのではないかとみられました。しかし、8月に入ると、米トランプ政権は中国に対する制裁関税を追加する方針に転換（8月1日）し、両国が報復を応酬（8月23日）するなど、想定以上にエスカレートすることになりました。これは、支持率の回復を狙って農業分野などで短期的な成果を求めたトランプ大統領と、交渉に時間をかける姿勢の習近平政権との間で思惑のズレが発生したためとみられます。トランプ大統領は圧力によって中国から妥協を引き出せると予想したと思われませんが、国民に対する権威の維持を重視する習近平政権は、逆に態度を硬化させました。習近平政権側は、大統領選挙を前にしたトランプ政権の焦燥を過小評価していたのではないかと推測されます。
- 報復の応酬直後に、トランプ大統領が交渉再開を表明したことが示すように、米中共に交渉のチャンネルを閉じてはいないようです。経済データが示す通り、米中の通商対立が経済・金融に一定のストレスを与え始めており、状況によっては事態を管理する必要性を双方とも感じていると思われます。しかし、今回のように事態がこじれ、特に中国側が交渉相手としてのトランプ大統領に対して、不信感を強めたことは容易に推測がつかます。双方にとって妥協に向けた政治的なハードルは一段と高まっていると考えられます。
- 8月1日に発表された米国側の対中制裁関税は、9月1日（新規の約1,000億米ドル相当に15%）に発効されました。米国は、10月1日（既に実施済み2,500億米ドル相当の税率を30%に引き上げ）、12月15日（新規分1,500-2,000億ドルに15%）にも中国に追加関税を課す予定です。中国側の報復分も9月1日に発効され、12月15日にも報復関税が発効される予定です。

【ケース別にみた世界経済成長率への影響】



(注) OECDの国際産業連関表を使用した試算。その他：米国の特定企業向け輸出規制、対メキシコ関税、対日・対欧自動車関税（貿易数量を通じた直接効果）。
 (出所) OECD、各国生産データのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



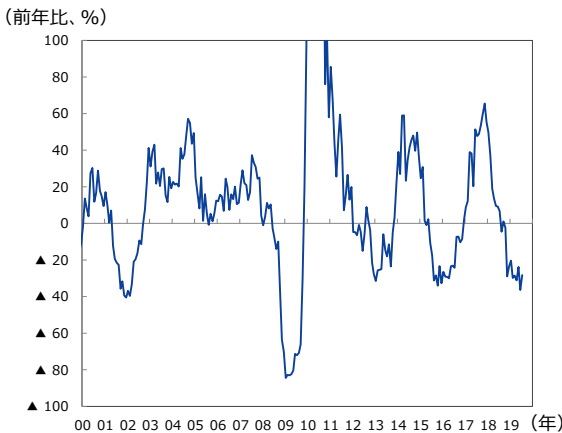
ポイント2 主要国の製造業の景況感底入れは2020年初め頃に後ずれ

- 今後は、(1) 12月より以前に、追加関税の賦課が停止・延期される、(2) 9月1日を皮切りに年内に予定される関税は実施されるが、双方とも交渉のチャンネルは閉ざさず、更なる激化は回避される、(3) 交渉が事実上決裂し、双方が更なる措置を追加する、という3つのケースが考えられます。前述したように妥協のハードルは高い一方、更なる激化は、米中双方にとって危険なため、(2) のケースをメインシナリオとして考えています。
- 世界の実質GDP成長率は、米中が6月までに実施した追加関税により、既に▲0.3～▲0.4%程度の悪影響を受けていると推定されます。今後は、今回のケース(2)を前提に、主要国・地域の金融緩和策や中国の財政措置を考慮しても、世界経済は追加的に▲0.2～▲0.3%押し下げられると考えられます。世界経済の成長率は2019年が+3.1%、2020年が+3.4%と、前月までの見通しから共に0.1%ポイントずつ下方修正しました。また、主要国の製造業の景況感が底入れするタイミングも2020年初め頃後ずれするとみえています。

ポイント3 今後の注目点は米国の雇用・消費の耐久力

- こうした中でも世界経済は2つの理由から一定の粘り腰を示すとみられます。第1は、米中对立の激化から1年半が経過し、企業の設備投資の更なる抑制余地が限定的と考えられる点です。例えば、日本の工作機械に対する海外からの受注(前年比)は既にITバブル崩壊直後に近い下落率です。第2に、米株式市場が悪材料をかなり織り込んでいると考えられる点です。株式に求められるリスクプレミアム、リスクフリー金利、期待インフレに一定の前提をおき、米株価が反映している米国の成長率を試算すると、今回の米中对立の激化後に、1%台前半まで低下しました。長期金利の低下がクッションとなり、株価の極端な下落はこれまで避けられています。
- 今後の注目点は、米国の雇用・消費の耐久力です。通商摩擦による製造業の景況感悪化に対し米国のサービス業の雇用が抵抗力を示し、世界経済の約2割に達する米消費が崩れなければ、世界経済の底割れは回避できるとみられます。米国の失業保険請求件数や非製造業の景況感に関する指標が注目されます。

【日本のメーカーによる工作機械受注(外需)】



(注) データは2000年1月～2019年7月。

(出所) 一般社団法人日本工作機械工業会のデータを基に
三井住友DSアセットマネジメント作成

【S&P500種指数が織り込んでいる
期待実質成長率(試算値)】



(注1) 期待実質成長率は割引配当モデルに基づき試算。前提とする数値により試算値も変わるため、参考値として幅をもった解釈が必要。[試算の前提]リスクプレミアム：7.5%、リスクフリー金利：10年債利回り、長期期待インフレ：1.8%。

(注2) データは2017年1月1日～2019年8月23日。

(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



今後の展開

主要国の政策対応、生産・受注の動きに注目

- 米中対立を巡る情勢が当面最大の不透明要因ですが、9-10月は他にも下落リスクとなる政治的要因があります。
- 英国の欧州連合（EU）からの離脱（Brexit）期限を10月31日に控えて、Brexitは山場となります。英国のジョンソン首相は離脱条約の再修正を求め、交渉不調の場合は離脱を強行する方針です。引き続き、（1）10月末に「合意なき離脱」、（2）首相に対する不信任案が提出され、与党保守党の一部が造反し可決・総選挙、（3）ジョンソン首相が路線を修正し小幅修正で合意、の3ケースが考えられますが、ジョンソン首相は議会閉会やその他の手段によって反対派の動きを阻止しようとしています。メインケースでは合意なき離脱は回避されるとみっていますが、状況は極めて流動的です。合意なき離脱の場合、ユーロ圏経済に▲0.2～▲0.4%、世界経済にも▲0.1～▲0.2%程度の影響を与えると予想されます。通常であれば世界経済は耐えられる度合いですが、米中対立の激化が続いていた場合は、減速感が強まると思われます。
- 香港問題の影響は、基本的には香港経済の減速です。ただ、確率は低いものの中国と西側諸国が対立し、中国を巡る貿易・投資フローに影響するリスクもゼロではありません。イラン情勢、イタリア政局も要注意です。
- 世界経済の回復や株式などリスク資産の上昇につながる要因として、2点注目しています。第1は、主要国の財政政策です。GDP比で2%近い財政黒字を出しているドイツですが、テクニカル・リセッション（2四半期連続のマイナス成長）のリスクもあり、現連立与党の下でも減税などを検討する可能性が出てきました。主要国での超長期債の発行の検討やわが国の景気対策など、主要国長期債の利回りがゼロ近傍・マイナス圏となる中で財政政策が変化する兆候が増えてきています。もう1つは、IT関連の耐久財消費・投資などは調整し始めてからすでに1年以上経過し、底打ちし始めてもおかしくはない点です。米中対立が少なくとも膠着してきた時、生産・受注の動きが意外と底堅い、という展開になる可能性もあると思われます。（吉川チーフマクロストラテジスト）

【当面の重要日程と政治リスク】

2019年 海外		2019年 日本	
9月 1日	米国 対中関税発動（3,243品目、1,114億ドル相当）	9月 18-19日	金融政策決定会合
11-12日	中国 一帯一路サミット（香港）	中旬	内閣改造
12日	ユーロ ECB理事会	月内	日米貿易交渉の大筋合意目指す
17-18日	米国 FOMC（経済見直し）		
17-30日	-- 国連総会（ニューヨーク）		
21-25日	英国 労働党大会		
29-2日	英国 保守党大会		
30日	米国 2020年度予算成立期限		
10月 1日	中国 実施済み2,500億ドル相当の税率を30%に引き上げ	10月 1日	消費税率引き上げ（8→10%）
1-7日	中国 国慶節		
10日	ユーロ EU経済財務相理事会		
17-18日	ユーロ EUサミット		
24日	ユーロ ECB理事会		
27日	アルゼンチン 大統領・国会議員選挙	22日	即位の礼
29-30日	米国 FOMC	30-31日	金融政策決定会合（展望レポート）
31日	英国 EUが承認したBrexit延期の期限	月内	臨時国会召集予定
31日	ユーロ ドラギECB総裁任期満了		
31日	-- ASEANサミット（バンコク）		
中旬	米国 半期為替報告		
月内	-- IMF世銀総会、World Economic Outlookの公表		
11月 1日	ユーロ 次期欧州委員会委員長就任予定		
13日	米国 自動車関税の判断期限		
14-17日	-- APEC首脳会議（チリ）		
12月 上旬	中国 中央経済工作会議（北京）	12月 18-19日	金融政策決定会合
10-11日	米国 FOMC（経済見直し）		
12日	ユーロ ECB理事会		
15日	米国 対中関税発動（555品目、1,560億ドル相当）		

（出所）各種報道、資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

ここも
チェック!

2019年9月5日 香港政府が「逃亡犯条例」改正案の撤回を正式表明
2019年9月3日 投資環境の見通し（2019年9月号）

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。