



2019年12月5日  
三井住友DSアセットマネジメント  
シニアストラテジスト 市川 雅浩

## 市川レポート

## 12月15日に制裁関税が発動された場合、日本株の反応は？


- 日本株は米中協議を巡る報道に一喜一憂の展開、協議は既存の制裁関税の取り扱いが焦点。
- 第1段階の合意遅延でも、協議継続と12月15日の関税発動見送りまでは想定の内とみる。
- 12月15日に関税発動なら日経平均はいったん下落、ただ協議継続なら22,000円前後までか。

## 日本株は米中協議を巡る報道に一喜一憂の展開、協議は既存の制裁関税の取り扱いが焦点

日本株は米中貿易協議を巡る報道に一喜一憂する展開が続いています。12月3日にトランプ大統領が中国との合意について、期限は設けておらず、米大統領選挙後まで待っても良いと述べると、4日の日経平均株価は23,000円割れを試す動きとなりました。その後、米ブルームバーグ社が、米中両国は第1段階の合意に近づいていると報じると、5日の日経平均株価は上昇して取引が始まりました。

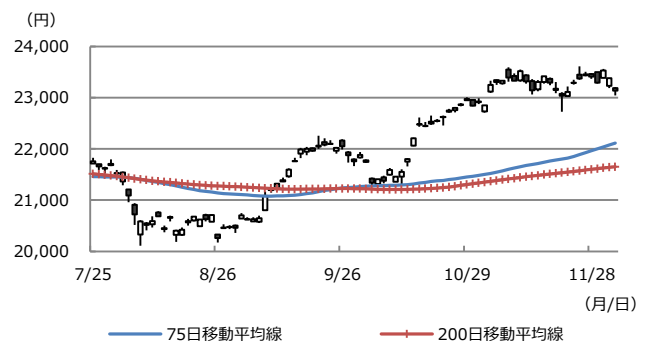
これまでの報道から推測すると、第1段階の合意には、中国による米農産品の購入、通貨政策の透明性向上、金融サービス市場の開放が含まれ、知的財産権の保護も対象とみられます。米国は、第1段階の合意で、12月15日の対中制裁関税第4弾（1,600億ドル分）の発動は見送ると思われませんが、中国は、第1段階の合意で、発動済みの制裁関税撤廃まで求めている模様で、この調整が長引いていると考えられます。

【図表1：米中貿易協議の予想される今後の展開】

ケース	内容	市場の反応
①	12月15日までに第1段階の合意に至り、1,600億ドル分の制裁関税発動は見送り、既存の制裁関税も撤廃（部分撤廃も含む）。	ポジティブ  ネガティブ
②	12月15日までに第1段階の合意に至り、1,600億ドル分の制裁関税発動は見送り、既存の制裁関税撤廃はなし。	
③	12月15日までに第1段階の合意には至らないものの、協議は継続し、1,600億ドル分の制裁関税発動は見送り。	
④	12月15日までに第1段階の合意には至らず、協議は継続するものの、1,600億ドル分の制裁関税は発動。	
⑤	12月15日までに第1段階の合意に至らず協議が決裂、1,600億ドル分の制裁関税にとどまらず、更なる制裁関税が発動。	

(出所) 各種報道を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：日経平均株価と移動平均線】



(注) データは2019年7月25日から12月4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



## 第1段階の合意遅延でも、協議継続と12月15日の関税発動見送りまでは想定範囲内とみる

そこで、米中貿易協議の今後の展開を、5つのケースに分類してみます（図表1）。最初の3つのケースは、  
ケース①：12月15日までに第1段階の合意に至り、1,600億ドル分の制裁関税発動は見送り、既存の制裁関税も撤廃（部分撤廃も含む）、ケース②：ケース①のうち既存の制裁関税撤廃はなし、ケース③：12月15日までに第1段階の合意には至らないものの、協議は継続し、1,600億ドル分の制裁関税発動は見送り、というものです。

ケース②とケース③は、ある程度、市場に織り込み済みで、ケース①は、ポジティブサプライズと考えます。残りの2つのケースは、ケース④：12月15日までに第1段階の合意には至らず、協議は継続するものの、1,600億ドル分の制裁関税は発動、ケース⑤：12月15日までに第1段階の合意に至らず協議が決裂、1,600億ドル分の制裁関税にとどまらず、更なる制裁関税が発動、というものです。

## 12月15日に関税発動なら日経平均はいったん下落、ただ協議継続なら22,000円前後までか

ケース④で、1,600億ドル分の制裁関税が発動された場合、日経平均株価はいったん下値を試す動きが強まると考えられます。ただ、1,600億ドル分の制裁関税は、8月に言及されたもので、目新しい材料ではありません。また、協議が継続する限り、将来的な撤廃の余地も残ります。そのため、日経平均株価の下落速度は、75日移動平均線や200日移動平均線が位置する、22,000円前後に向かう過程で逡巡するとみています（図表2）。

一方、ケース⑤はネガティブサプライズとなるため、日経平均株価にはもう一段の下押し圧力が生じる恐れがあります。状況によっては、日経平均株価の株価純資産倍率（PBR）1倍水準（現状20,300円程度）を意識する展開も想定されます。しかしながら、ケース⑤は、米中両国の経済にとって好ましくないシナリオであり、今のところ実現の可能性は極めて低いと思われます。

■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あり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■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。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DS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399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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会