



今日のトピック 吉川レポート（2019年10月）

貿易摩擦下のマネーフローと長期金利

ポイント1 流動的な米中対立の行方

- 米中通商対立が続いていますが、9月に入って、中国の米農産物購入増加、米国の追加関税引き上げの10月1日から15日への延期など、米中の対立にはニュアンスの変化が見られました。特に中国がリスクを高めることを避け、事態をコントロールする姿勢に転じた、との印象です。背景として、①建国70周年の国慶節（10月1日）への配慮、②中国の民間経済の景況悪化、③不安定な香港情勢への対応を優先する必要性、などが考えられます。
- 一方、トランプ政権も来年の大統領選挙へ向けて成果を求めています。中国の姿勢の変化に応じるように、追加関税の引き上げ日程を遅らせました。元々、トランプ政権の基本姿勢は中国に圧力をかけて、譲歩を引き出す事ですし、IT産業での主導権や安全保障を巡り、ワシントンには超党派の対中強硬論があることも中国との妥協を難しくしています。また、皮肉なことに米景気が比較的堅調に推移してきたことが、トランプ政権の強硬な政策運営の背景になっていると考えられます。ただ、米国経済もここにきて鈍化しつつあり、揺らぎが見られます。
- 大枠として、報復の連鎖をさらに続ける事態は米中共に回避すると想定されます。今後は、10月上旬の米中閣僚級会議後も交渉が継続し、米中首脳が会う年内最後のチャンスとなる11月16-17日のアジア太平洋経済協力（APEC）首脳会議につながっていくか、が注目されます。
- 今後の米中通商交渉は、（1）部分的合意による追加関税延期、（2）年内予定の関税を実施した後、こう着状態に移行、（3）エスカレーション、の3つのケースが考えられます。9月以降の両国の動きをみると、部分的合意の可能性がやや上昇したと思われるかもしれませんが、なお流動的です。

【米中対立の想定（米中閣僚交渉の10月への日程変更後の判断）】

ケース①：部分的合意による追加関税延期、事態収拾

11月のアジア太平洋経済協力（APEC）首脳会議に向け、米中が一旦事態の収拾に動き、何段階かに設定されている追加の制裁関税を12月に至るまでの過程で（10月15日分が延期されるかどうかは微妙）、停止する。米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げは2019年7月、9月、10月の3回を予想。中国の農産物輸入増など部分的に合意。それ以外は対立が解消されないまま、凍結状況。世界GDP成長率へのインパクトは▲0.31～▲0.57%。

ケース②：年内予定の関税を実施後、こう着

中国は圧力には屈しないという立場で一貫しており、ファーウェイ・農産物輸入問題いずれも当面は調整が進まず、9月1日に1,000億ドル分15%の関税を皮切りに、年内に予定されている追加関税は実施。但し、双方とも金融市場の不安定化と更なる景気悪化のリスクを避けるため、交渉のチャネルは閉ざさず、継続協議、それ以上のエスカレーションは回避。APEC首脳会議などでの両国の接触が注目される。世界GDP成長率へのインパクトは▲0.77%。FRBの利下げについては2019年7月、9月、10月に加え、12月の4回を予想。

ケース③：エスカレーション継続

ファーウェイ・農産物輸入問題いずれも調整が進まず、米国は9月以降すでに発表されている予定の制裁関税を実施。中国側も報復を追加する形でエスカレートしていくケース。世界GDP成長率へのインパクトは▲0.81%（8月以前の状況と比べて▲0.6～▲0.7%程度下振れ）。2019年については8月以降5カ月間で▲0.1%程度の影響だが、2020～21年にかけて▲0.3%ポイント程度の追加的な下方修正要因。FRBの利下げは合計5～6回。

追加的リスクファクター（ワーストケース）：対欧州・日本自動車関税、対メキシコ関税

影響の大きさ、対中国問題とは質的に異なること、議会の反対を考えれば確率は低いが現実になれば追加的なダウンサイド要因。

（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

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

■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。

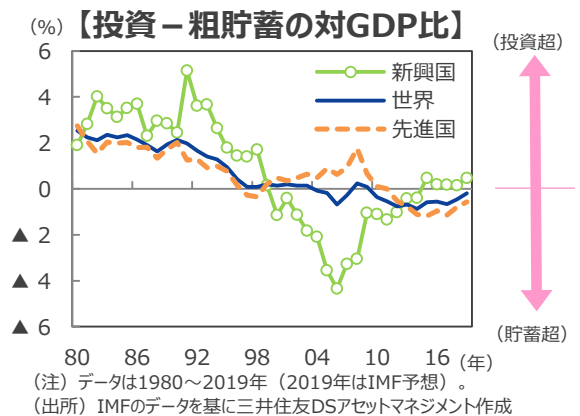
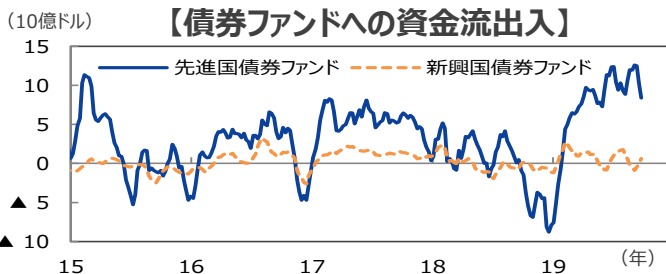
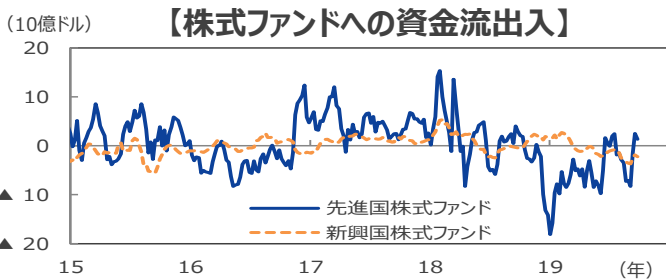


ポイント2 先進国国債に資金が滞留

- 製造業の投資・生産活動の下振れに対し、主要国は金融緩和を強めることで対応しています。そうした中でマネーフローは特徴的な動きを示しています。EPFRグローバルで投信マネーの推移を見ると、株式ファンドから資金が流出し、債券ファンドに流入する傾向が続いています。さらに債券の中でも、新興国への流入は一進一退ですが、先進国、中でも国債への流入が極めて高水準です。通常、米連邦準備制度理事会（FRB）が緩和を強化すると、株式や新興国債券などのリスク性資産に資金が流入、ドル安傾向となります。しかし今回は、米中通商対立がグローバル化の後退につながるリスクが意識され、資金が先進国国債に集中し、滞留した結果、米国10年国債利回りが一時1.5%を下回っても、ドル高が続いたと考えられます。
- 金融市場は米中通商対立の動向に敏感に反応する状況が続きます。対立が続けば米国10年国債利回りは再び1.5%前後に低下し、しばらくそこに留まる可能性があります。一方、交渉が部分合意に向かい一時的に休戦模様になれば、株式や新興国通貨・債券が上昇、米長期金利も2%前後まで反発すると思われます。

ポイント3 大局的には低金利が続く

- 但し、やや長めの観点に立つと、長期金利を低位に留める要素が複数あります。第一に、インフレの安定です。先進国のインフレの基調を決めるサービス価格の上昇率は、なお緩やかなものに留まっています。第二に、貯蓄と投資のバランスで見ると先進国の貯蓄超過が拡大しています。ユーロ圏諸国が安定成長協定の下で財政赤字を抑制し、3,000億ユーロを超える経常黒字を出し続けていることが主因です。第三に、米家計の貯蓄率が8%前後の高水準を維持しており、低インフレの下、現金や国債の保有を増やす傾向が続いています。第四に、欧州で金融機関がバランスシートの再構築の途上であり、低金利でも貸し出しの伸びが緩やかです。このため欧州中央銀行（ECB）は量的緩和で長期金利を直接的に押し下げる政策を再開しました。
- 以上から、米中対立が小康を得て米10年国債利回りが上昇しても、2%を超えてくると上昇が鈍るとみられ、大局的には低金利が続く公算が大きいと思われます。



(注) EPFRグローバル：米国に本社を置く金融商品の調査会社。2019年8月末現在35.3兆ドル規模の世界のファンドの資金フローデータを持つ。データは2015年1月7日～2019年9月25日。5週移動平均。
(出所) EPFRグローバル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

政治経済リスクは引き続き米中対立が主軸

- 政治経済リスクの点では引き続き米中対立の動きに注意を払う必要があります。米中対立は10月上旬の閣僚級協議を経て、15日予定の米国の対中関税引き上げを延期、11月16-17日のAPEC首脳会合に向けて交渉が継続するか、が市場を左右すると思われます。
- 英国の欧州連合（EU）離脱は10月18日のEU首脳会議に向け、EUと英国の交渉が焦点です。合意ある離脱、ないし延期となる可能性は高いと考えられますが、英国内の政局が流動的であり、不透明感は残ります。香港問題は、中国側の対応によっては西側諸国との対立が高まり、中国を巡る貿易・投資に影響することが懸念されます。可能性は低いですがゼロではありません。原油価格はサウジアラビアの油田への攻撃後も安定していますが、国連総会後のイラン情勢には一応の注意が必要です。
- 一方、株式などリスク資産の上昇につながるアップサイドリスクとしては、（1）ドイツなどユーロ圏の財政拡張の可能性と、（2）製造業の投資・生産の循環的底入れの可能性が注目されます。

（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】

米国	欧州	中国・アジア・その他	日本	国際会議・その他
10月				
15日以前:米中間僚級貿易協議（15日対中関税率の引き上げ予定（2,500億ドル25%⇒30%）） 29-30日:FOMC 中旬:半期為替報告	10日:ユーロ EU経済財務相理事会 15日:イタリア等 EUに2020年予算提出予定 17-18日:ユーロ EU首脳会議 20日:ギリシャ 総選挙実施期限 24日:ユーロ ECB理事会 31日:英国 EU離脱期限 31日:ユーロ ドラギECB総裁任期満了	1-7日:中国 国慶節（建国70周年） 15日以前:米中間僚級貿易協議（15日対中関税率の引き上げ予定（2,500億ドル25%⇒30%）） 27日:アルゼンチン 大統領・国会議員選挙 月内:中国 第19回中央委員会第4回全体会議（4中全会）	1日:消費増税（8%から10%へ） 22日:即位礼正殿の儀 30-31日:金融政策決定会合（展望レポート）	11日:RCEP閣僚会議（バンコク） 14-15日:APEC財務相会合（チリ） 18-20日:IMF世銀総会 31日:ASEANサミット（バンコク） 月内:IMF World Economic Outlookの公表
11月				
13日:自動車関税の判断期限	1日:ユーロ 次期欧州委員会委員長就任予定			1日:RCEPサミット（バンコク） 13-14日:APEC閣僚会合（チリ） 13-14日:BRICS首脳会議（ブラジル） 16-17日:APEC首脳会合
12月				
10-11日:FOMC（経済見通し） 15日:対中関税発動（555品目、1,560億ドル相当）	12日:ユーロ ECB理事会 12-13日:ユーロ EU首脳会議	上旬:中国 中央経済工作会議 月内:OPEC総会	18-19日:金融政策決定会合 下旬:2020年度当初予算案	

（注）FOMC：米連邦公開市場委員会、EU：欧州連合、ECB：欧州中央銀行、OPEC：石油輸出国機構、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、APEC：アジア太平洋経済協力会議、ASEAN：東南アジア諸国連合、BRICS：ブルックス（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ）、IMF：国際通貨基金。（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10月2日 世界の「投信マネー」（2019年9月）
2019年10月1日 投資環境の見通し（2019年10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。