



今日のトピック 吉川レポート（2019年7月）

G20サミットを受けた経済・金融シナリオ

ポイント1 一層のエスカレーションは回避

- 大阪での20カ国・地域（G20）首脳会議に際して開催された米中首脳会談（6月29日）では、米中の通商交渉の再開が合意されました。会談後、トランプ大統領が中国からの輸入品に対する追加の関税賦課を当面見送ると共に、ファーウェイに対する輸出規制を部分緩和することを示唆する一方、中国は、米国からの一部農産物の輸入を増やす方向とみられます。今回の首脳会談の結果は、昨年12月の米中首脳会談と比較して、具体的な内容が限られ、先行きには不確定な要素が多く残されました。しかし、大きな構図として米中が対立を一層激化させることを回避しようとした点は評価できます。
- トランプ政権としては、中国の妥協を期待して新規の関税や中国企業向けの輸出規制など圧力を強めたものの、中国側の反応が予想外に強硬であったことを受け、対立を強めても大統領選に向け、景気へのリスクを高める一方、得るものは少ないとの判断に傾いたと推測されます。一方、中国側は、拡張型の2019年予算によって景気をサポートする態勢を整えたとは言え、米国による追加関税が経済に悪影響を与えることは事実である上、中期的には財政再建を含め、経済改革が必要と思われる。したがって、習近平政権としても、政府・共産党の保守派が最も重視しているとされる「国家の威信（対等な立場の交渉・合意）」という条件が満たされる見通しがあれば、一層の激化は回避すべきと考えたとみられます。

※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。

【米中首脳会談のポイント対比】

主な項目	前回の米中首脳会談 (2018年12月1日)	今回の米中首脳会談 (2019年6月29日)
対中制裁関税の扱い	対中制裁関税第3弾について、税率10%から25%への引き上げを見送る。	対中制裁関税第4弾の発動を当面見送る。
対中貿易赤字の是正	中国は、米国から相当量の農産品、エネルギー、工業製品などを購入する。	中国はまもなく多くの農産品を米国から買うことになる。
具体的な協議内容	技術移転の強要、知的財産権の保護、非関税障壁、サイバー攻撃、サービスと農業の市場開放。	言及なし。
合意期限	90日以内の合意を目指す。合意できなかった場合、第3弾の税率を10%から25%へ引き上げる。	言及なし。

(出所) 前回は米ホワイトハウスの資料などを基に、今回はトランプ米大統領の記者会見でのコメントなどを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【対中制裁関税第4弾の発動を当面見送り】

米国

	中国からの輸入額	追加関税	
第1弾	340億米ドル	25%	
第2弾	160億米ドル	25%	
第3弾	2,000億米ドル	25%	
第4弾	3,000億米ドル	最大25%	⇒見送り

中国

	米国からの輸入額	追加関税
第1弾	340億米ドル	25%
第2弾	160億米ドル	25%
第3弾	600億米ドル	25%

(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

■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、それらの知的財産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 考えられる3つのシナリオ

- 今回の合意を受けて、改めて、(1) 知的財産保護などに関する制度改革とその検証の枠組みのあり方、(2) 中国の米国からの輸入増加額（米中間の貿易不均衡を短期的にどの程度是正するか）、(3) 中国の情報技術（IT）サービス市場の開放、(4) 実施済みの制裁関税の解除などを焦点に交渉が行われていくことになると考えられます。
- 先行きについては3つのシナリオが考えられます。第一は部分的にせよ合意に至り、発動済みの制裁関税の一部が解除される（例えば米国が中国からの輸入2,000億ドル分に課している追加関税を撤廃ないし引き下げるなど）、「進展ケース」です。
- 第二に、(1)～(4)の論点について、具体論での合意が難航する中、米中共に成果を上げた主張しつつ現状レベルで対立を維持、交渉は継続する、「現状凍結ケース」が考えられます。
- 第三は、再度交渉が中断、米国が新規の制裁関税や対中輸出規制の強化に動き、中国側も反米的な論調を強めながら、可能な対抗措置に動いてしまう、「決裂ケース」です。
- 再エスカレーションはトランプ大統領の再選戦略に大きな不透明材料となり、中国にとってもコストが大きく、それが今回の交渉継続合意の背景となりました。したがって、「決裂ケース」の確率は低下したとみられます。米中対立は安全保障やIT産業での主導権を軸に中期的に続くと思われそうですが、来年に向けては一旦激化には歯止めがかかる公算が出てきたと考えられます。

ポイント3 FRB、ECBの利下げなどが回復要因に

- 現在までの制裁関税の影響や、製造業を中心とする企業心理悪化・設備投資抑制を通じたダメージは、世界の実質GDP成長率を▲0.3%程度抑制しているとみられます（弊社推定）。米中首脳会談を受けて事態が悪化するリスクは低下しましたが、影響がなくなるわけではありません。弊社ではインフレ期待が低下する中で、景気の下振れリスクが増している状況を受け、米連邦準備制度理事会（FRB）は7月、9月にそれぞれ0.25%の利下げを実施、欧州中央銀行（ECB）も9月に追随すると予想しています。(1) 主要国の利下げ期待を受けた長期金利低下に加え、(2) 主要国の財政刺激の効果、(3) IT関連投資や耐久消費財の循環的な落ち込みの一巡などを考えると、米中対立激化に一旦歯止めがかかるとすれば、来年にかけ世界経済は持ち直す公算が大きいのと思われまます。世界経済成長率は今年3.3%の後、来年は3.6%に戻すと予想します。

【公開市場委員会（FOMC）メンバーの経済予測（6月19日）～インフレ見通しを下方修正】

		2019年			2020年			2021年			長期	
		19年6月	2.0 - 2.2	2.1	1.8 - 2.2	2.0	1.8 - 2.0	1.9	1.8 - 2.0	1.9		
GDP	19年6月	2.0	- 2.2	2.1	1.8	- 2.2	2.0	1.8	- 2.0	1.9	1.8 - 2.0	1.9
	19年3月	1.9	- 2.2	2.1	1.8	- 2.0	1.9	1.7	- 2.0	1.9	1.8 - 2.0	1.9
失業率	19年6月	3.6	- 3.7	3.7	3.5	- 3.9	3.7	3.6	- 4.0	3.8	4.0 - 4.4	4.2
	19年3月	3.6	- 3.8	3.7	3.6	- 3.9	3.8	3.7	- 4.1	3.9	4.1 - 4.5	4.3
PCED	19年6月	1.5	- 1.6	1.6	1.9	- 2.0	2.0	2.0	- 2.1	2.1		2.0
	19年3月	1.8	- 1.9	1.9	2.0	- 2.1	2.1	2.0	- 2.1	2.1		2.0
同コア	19年6月	1.7	- 1.8	1.8	1.9	- 2.0	2.0	2.0	- 2.1	2.1		-
	19年3月	1.9	- 2.0	2.0	2.0	- 2.1	2.1	2.0	- 2.1	2.1		-

(注) データは2019年～2021年。レンジの枠内は平均値。長期は、適切な金融政策のもとで、景気を刺激も抑制もしないと予想される金利水準。単位は%。

(出所) FRBの資料を基に三井住友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、それらの知的財産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 為替・原油等に注目

- 米中交渉は、「決裂リスク」は低下しましたが、安全保障・人権など、経済外の要素が経済交渉に影響する可能性もあり、引き続き注視が必要と思われます。また、日本の韓国向け輸出規制については、外交的な落としどころを探る問題と考えられますが、長引けば生産活動に影響する可能性があります。
- 政治と貿易の対立以外では、米欧の主要中銀の緩和が為替に与える影響が注目されます。6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）以降、FRBによる利下げに対する期待が一層高まったことから、米国の実質金利（10年インフレスワップで算出）が低下傾向となり、足下では0.1%を下回っています。名目長期金利が低下しただけでなく、インフレ期待がやや上昇したことが背景です。日本でも日銀に対する金融緩和期待の高まりを受け、10年債利回りは▲0.1～▲0.2%のレンジに低下していますが、インフレ期待に変化がないため、実質金利の低下は米国に比べて小さく、日米実質金利差（米国－日本）は縮小傾向となっています。
- 日米実質長期金利差はまだ0.4%程度残っている（米国の実質金利の方が高い）ことを考えると、当面円高が進むとしても105円が目途とみられます。ただ、実質金利差という米ドルサポート材料が以前よりは減少していることから、参院選後の日米貿易交渉で米国側が強硬姿勢に出たり、米中交渉が停滞した場合などは、一時的に円高圧力がかかる可能性があります。
- 原油価格については、世界経済の減速という低下要因と、中東での地政学リスクの高まりという上昇要因が綱引き状態になっており、どちらが強まるかによって振れるリスクがあります。また、長期金利については、市場では金融緩和のもと、低位の推移が続くとの見通しが支配的になっています。景気への楽観やインフレ加速の懸念がでた場合、一時的にせよ市場の変動につながると考えられます。
- 欧州政治リスクはECB総裁人事などの決着、欧州委員会（EC）とイタリアの歩み寄りなどを受けて目先やや小康状態ですが、イタリアなどのポピュリズムや英国の欧州連合（EU）からの離脱（Brexit）は秋口に向けて、市場の変動要因となる可能性が大きく、注目する必要があります。（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	
7月 1日	ユーロ	フィンランドがEU議長国に就任	7月 21日	参議院議員選挙（4日公示、21日開票）
17-18日	--	G7財務相会合（フランス）	29-30日	金融政策決定会合（展望レポート）
23-24日	--	WTO一般理事会（ジュネーブ）		
25日	ユーロ	ECB理事会		
30-31日	米国	FOMC		
上～中旬	米国	対中輸入関税3,000億ドル分の手続き完了		
月内	米国	パウエルFRB議長の半期議会報告		
月内	--	IMF World Economic Outlookの公表		
8月 11日	アルゼンチン	予備選挙		
下旬	米国	ジャクソンホール・シンポジウム		
9月 11-12日	中国	一帯一路サミット（香港）	9月 18-19日	金融政策決定会合
12日	ユーロ	ECB理事会		
17-18日	米国	FOMC（新しい経済見通しの発表）		
10月 17-18日	ユーロ	EUサミット	10月 1日	消費税率引き上げ（8→10%）
24日	ユーロ	ECB理事会	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）
中旬？	米国	半期為替報告		
月内	--	IMF世銀総会		
月内	--	IMF World Economic Outlookの公表		

（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7月8日 投資環境の見通し（2019年7月号）

2019年7月1日 G20後の米中日株式市場の見通し

■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。