

# トランプ大統領の対中政策を読む -強気の相場見直しを変更すべきか？-

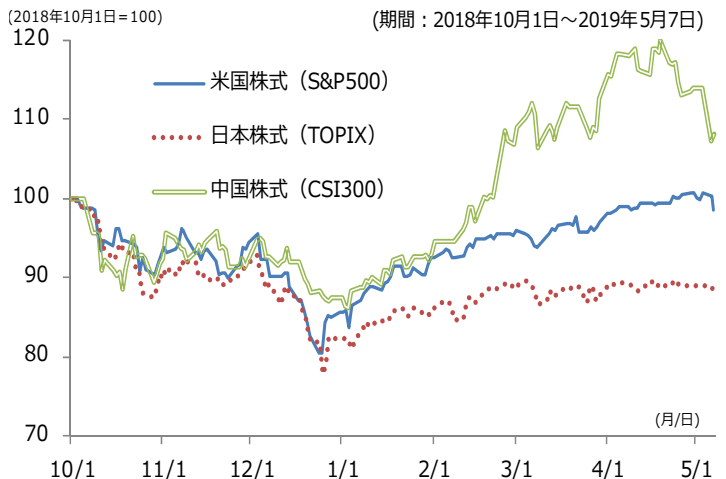
米国政府による対中輸入関税の引上げ表明を受けて世界の株式市場は下落に転じました。最悪のシナリオでは株価が昨年末の安値を割り込む可能性があると思われます。しかし、いずれの結末になっても、それがマクロ経済・企業収益にどのような影響を与えるかを冷静に分析し、投資戦略を打ち立てることが重要だと考えます。

## 強気の相場見直し

これまで次のようなメインシナリオに基づいて、株式を中心とするリスク資産に強気の姿勢を維持してきました。

- 米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ打止めによって米国経済が景気後退入りするタイミングが後ずれし、米国株式の上昇相場の持続性が高まった。
- 足元の株式市場は1月以降の期待先行の「流動性相場」から実際の収益拡大に牽引される「業績相場」に移行する過渡期にあり、しばらくは上値の重い展開が続く。しかし、企業収益の拡大が確認され業績相場に移行すれば一段の上値を目指す。
- 業績相場に移行するためには、米中通商協議が妥結し、中国経済がこれまでの政府による景気刺激策が奏功し年央には持ち直すことが条件になる。
- 世界の成長ドライバーの観点からは、米国経済は徐々に減速するものの、年央に持ち直す中国経済が米国経済の減速を相殺する。

図表1 日本・米国・中国の株式市場



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

## トランプ大統領が対中関税引上げを表明

一方、米国政府は5月6日に中国からの輸入品2000億ドルの関税を10%から25%に引き上げることを表明し、米中通商協議が早期に妥結する可能性が著しく低下しました。今後、5月10日の関税引上げ当日まで米中間で瀬戸際の交渉が続くと思われますが、今回の交渉の結末としては次の4つのシナリオを描いています。

図表2 米中通商交渉：想定される4つのシナリオ

シナリオ	中国側の対応	確率	株式市場の反応
①協議決裂・関税引上げ	懸案事項(*)を全面拒絶	5%	昨年末の安値を割る展開へ
②関税一旦引上げ・協議継続	懸案事項の1/3を受け入れ	45%	昨年末の安値を探る展開へ
③関税据置き・協議継続	懸案事項の2/3を受け入れ	45%	関税引上げ表明後の下落幅を徐々に取り戻す展開へ
④妥結・関税据置き	懸案事項を全面受け入れ	5%	一旦上昇するものの、「業績相場」に移行するまでは上値の重い展開へ

(\*) 米中間の懸案事項は先端技術分野における国営企業への補助金、知的財産権の保護、妥結内容の遵守検証方法などです。また、1/3、2/3はあくまでもイメージを表現するための数字であり、詳細の裏付けを伴うものではありません。

### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

メインシナリオの変更が必要か？

もしも①、②のシナリオが現実になれば、株式市場は少なくとも一時的に大幅に下落すると思われます。この場合は、米中協議が妥結し中国経済が年央に持ち直すというこれまでのメインシナリオを見直す必要があります。日米中の株式を中心とするリスク資産への投資を当面手控える必要が出てくるかも知れません。

一方、③、④のケースが実現すれば、あえてここでリスク資産を手放す必要はないと思われます。しかし、この場合も「流動性相場」から「業績相場」に移行するにはしばらく時間がかかると思われることから、その間は株式市場では上値がやや重い展開が続くと予想しています。

今後の投資戦略 -米国の選択を踏まえて-

①のシナリオが現実になれば、中国は米国からの輸入品に報復関税を課すばかりでなく「中国製造2025」に邁進すると思われます。中長期的には中国と米国の同盟国の間で先端技術分野で分断が発生する可能性も否定できません。グローバル化が逆回転し、世界の貿易が停滞する「スロートレード」が現実となり、世界の経済成長率が低下するとともに（関税で）物価が上昇に転じ、人々の生活水準が一様に低下することにもつながる可能性があります。

米国政府、米国民は対中政策について大きな判断を下すべき時期に近づいていると考えています。対中通商摩擦は貿易赤字の削減だけが目的ではなく、世界第2位の経済大国に成長した中国が米国の「覇権」を脅かすことに対する警戒感の表れであり、中国の先端技術分野の革新・進歩を食い止めることを主眼としています。政権内の対中強硬派と考えられるライトハイザー通商代表部（USTR）代表、ナバロ大統領補佐官のみならず野党民主党や国民を巻き込んで「米国民の生活水準の低下を伴う世界経済の減速を甘んじても、中国の台頭を阻止するか」、「将来的に中国の覇権を許しても、現在の世界経済の成長スピード（生活水準）を維持するか」という重大な選択に迫られていると考えています。

足元でISM製造業景況指数は52.8まで低下してきましたが、依然として景気拡大と後退の境界線と考えられる50は上回っています。消費者信頼感指数も高水準を維持しています（図表3）。もしも①、②が現実となり25%の関税が続けば、両指数とも下落基調を強め、米国の実質GDP成長率は2%弱と考えられる潜在成長率を下回り、最悪の場合は景気後退に陥る可能性も否定できません。逆に③または④に落ち着けば、米国では新たなビジネスサイクルが始まり株式市場もしばらく安定的に推移することが想定されます。いずれにしても、各シナリオが米中・世界のマクロ経済や企業収益にどのような影響を与えるかを冷静に分析して投資戦略を打ち立てることが重要だと考えています。引き続き、米国のビジネスサイクルを示すISM製造業景況指数に注目していきたいと考えています。

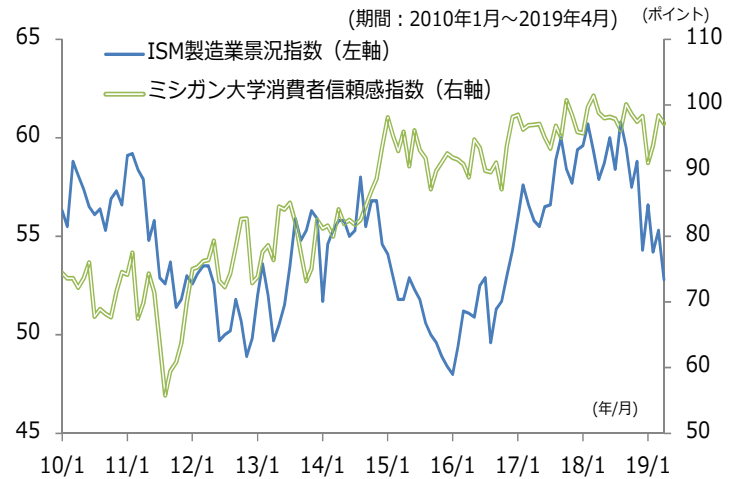
以上（作成：投資情報部）

\* この資料で述べられた予想、見通しは投資情報部の見解であり、ファンドの運用方針と異なる場合があります。

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

図表3 米国の企業景況感と消費者信頼感



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

## 皆様の投資判断に関する留意事項（2019年4月末現在）

### 【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

### 【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり小さかった場合も同様です。

### 【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用  
**購入時手数料**：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用  
**信託財産留保額**：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用  
**運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担**  
：純資産総額×実質上限年率1.991088%（税抜1.8436%）程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

#### その他費用・手数料

**監査費用**：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金等の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

### 【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社  
 事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業  
 登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。