

日本経済

テクニカル・リセッションの可能性高まる

2020年2月21日

Chief Investment Office GWM

青木大樹、日本地域CIO(最高投資責任者) daiju.aoki@ubs.com

- 日本経済は、世界貿易の低迷に加え、消費増税や大型台風、暖冬などの国内要因を受けて、新型コロナウイルス(COVID-19)の流行以前からすでに弱かった。
- 2020年1-3月期(第1四半期)の国内総生産(GDP)成長率も弱含む見通しで、日本はテクニカル・リセッション(2・四半期連続での前期比マイナス成長)入りする可能性が高い。もしそうなれば政府は前倒して景気刺激策を打つ可能性がある。だが、日銀は、急激な円高が進まない限り金融政策を変えないとみられる。
- 市場では、年金基金による為替ヘッジなしでの外債購入が進むと予想されており、外債投資が急激な円高を阻止する可能性がある。GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は3月末に次期基本ポートフォリオの公表を予定しており、これに市場の注目が集まるだろう。



出所: iStock

新型コロナウイルスの影響が出る前に、すでに日本経済は弱含む

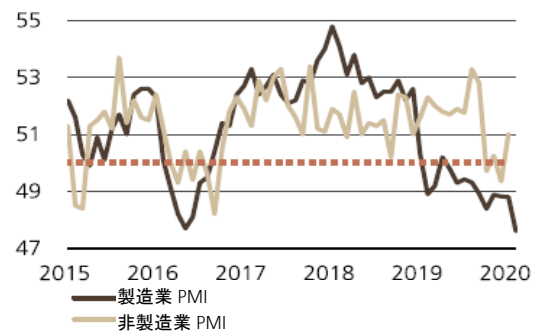
2019年第4四半期のGDP成長率は前期比年率換算で6.3%減と、予想をはるかに下回った(コンセンサス予想は3.7%減、UBS予想は4.8%減)。主な要因は、10月からの消費増税(8%から10%)、関東地方を襲った大型台風、全国的な暖冬などである。とりわけ内需が弱く、個人消費は前期比2.9%減、設備投資も同じく3.7%減となった。消費税還元効果による半耐久財・非耐久財やサービス消費がいくぶん下支えたが、耐久財消費は前四半期から12.8%減少し、設備投資も、前回2014年の消費増税直後(4-6月期)よりも大きく落ち込んだ。1月の輸出指標は、新型肺炎の感染が拡大する前から悪化しており、世界の輸出環境がすでに腰折れしていたことが示唆される。また内閣府が発表した機械受注統計調査報告によると、民需(変動の大きい船舶・電力を除く)は2019年第3四半期の前期比3.5%減、同年第4四半期の2.1%減に続き、2020年第1四半期(見通し)も5.2%減と更なる減少が見込まれている。

テクニカル・リセッションの可能性

2020年第1四半期のGDP成長率も再びマイナスとなり、テクニカル・リセッション入りとなれば、政府は当初予定よりも前倒して景気刺激策を打つ可能性が高く、日銀も追加金融緩和策を講じるかもしれない(ただし、ドル円が現在の水準で推移する限り、日銀が金融政策を変更することはないと我々はみている)。インバウンド(訪日客)需要の減少などに加え、サプライチェーンの断絶が景気成長を押し下げる可能性が高い。2月の製造業PMI(購買担当者景気指数)は47.6と、2012年以来の低水準となった(図表1参照)。2019年第4四半期のGDP成長率は前期比年率換算で6.3%減を記録したが、我々は2020年第1四半期も同1.0%減を予想する。我々の予想通り新型肺炎が3月末までに収束するならば、日本経済は第2四半期以降に回復に向かうと考える(図表2参照)。

図表 1: 日本の製造業/非製造業 購買担当者景気指数(PMI)

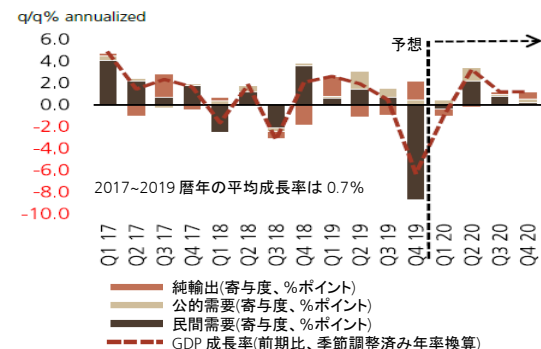
景気動向指数 (50=中立)



出所: Haver、UBS

図表 2: 日本の GDP 成長率(UBS 予想)

(前期比年率換算、%)



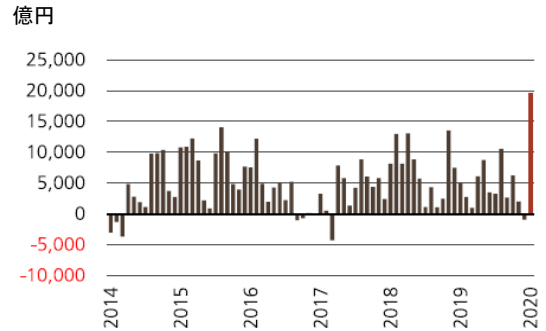
出所: 内閣府、UBS

日本経済

1月の円安はGPIFによる外債投資の可能性

財務省が発表した直近の月次データから、GPIFとみられる非預金取扱金融機関の信託勘定が外債を2兆円超買い越したことが明らかになった(図表3参照)。GPIFは昨年10月、基本ポートフォリオで為替ヘッジ付き外債を国内債券の資産構成割合に算入することを決定した。GPIFのポートフォリオに占める外債の割合は約18%と、すでに基本ポートフォリオでの保有目標である15%を超過している(図表4参照)。GPIFは2020年4月から2025年3月までの向こう5年間の基本ポートフォリオを3月末までに公表する予定であり、外債の保有目標は20%近辺まで引き上げられるものと我々はみている。国内債から外債への追加入れ替えが大幅な円安要因になるとは考えにくい。次期ポートフォリオで外債の投資枠が引き上げられれば、GPIFや他の年金基金は円高局面で外債を購入する傾向にあるため、急激な円高リスクが低減されるだろう。

図表3: 非預金取扱金融機関の信託勘定による外債買い越し額

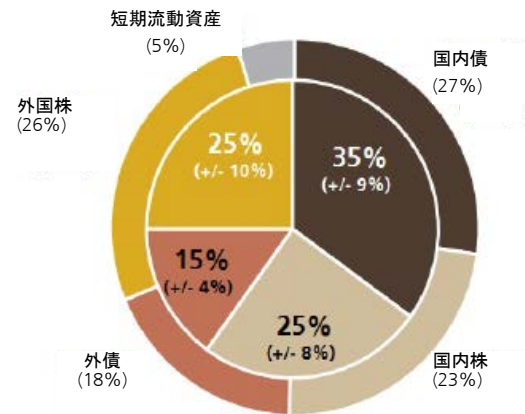


出所: 財務省、Haver、UBS

図表4: GPIFのポートフォリオ

内円: 基本ポートフォリオ

外円: 現在のポートフォリオ予想



出所: GPIF、ブルームバーグ、UBS

日本経済

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したりサッチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

UBS 各社(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、お申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大 2.34%(税込・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76%(税込)の運用報酬をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回る場合があります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

日本経済

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの1%または1円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの2%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

© UBS 2020 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号