

日本経済

新型コロナの日本への影響

2020年3月26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; 細野光史

- 新型コロナウイルスの感染拡大による輸出や国内需要への影響で、日本の経済成長は深刻な打撃を受けるだろう。政府は大規模な補正予算を編成し、年後半の景気の浮揚を図る方針だ。
- 東京オリンピックの1年程度の延期により、今年の日本の国内総生産(GDP)成長率は0.2~0.3ポイント押し下げられるが、来年には需要が回復するだろう。また、オリンピックの延期により、安倍首相が今年中に解散総選挙に踏み切る可能性が高まったと考える。
- 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は近く発表する新たな基本ポートフォリオに基づき、ヘッジ無しの外国債券の比率を引き上げる方針である。他の公的年金や企業年金もこの動きに追随すれば、影響はさらに高まるだろう。



出所: iStock

新型コロナの第二波は日本に到来するか？

日本では現時点では新型コロナの感染拡大が辛うじて抑えられてきた(3月24日時点)。だが、都内での1日当たりの新規感染者数は3月24日以降拡大している。これは感染が広がっている欧米からの帰国者が増加したことも一因とみられる。また、3月6日から感染の有無を調べるPCR検査への保険適用が開始され、検査実施件数が増加していることも関係しているだろう。東京都の小池知事は都民に対して、大規模イベントの自粛、週末の不要不急の外出自粛を引き続き要請し、新規感染者数が爆発的に増加する場合にはロックダウン(都市封鎖)の可能性もありうると警鐘を鳴らした。

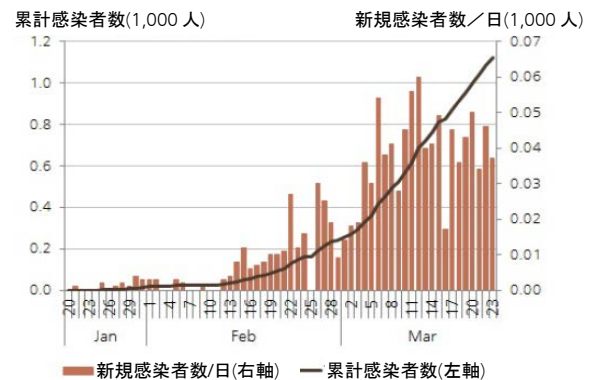
新型コロナの感染拡大が日本経済に深刻な打撃を与える

欧米や中国の景気減速に国内需要の落ち込みが重なり、日本のGDP成長率は大きく押し下げられるだろう。日本からの輸出の20%が中国向け、19%が米国向け、12%が欧州向けであるうえに、政府による外出自粛要請や消費者の買い控えにより民間消費も著しく落ち込むとみている。3月のサービス業購買担当者景気指数(PMI)は過去最低の32.7に急落した(図表2参照)。1-3月期(第1四半期)から第2四半期にかけて欧米や中国で経済成長率が急低下し、国内消費の落ち込みも予想されることから、日本のGDP成長率も深刻な打撃を受ける可能性が高い。我々は第1四半期のGDP成長率を前期比年率-4.7%、第2四半期を同-18.2%と予想している。だが、年後半には回復に向かうとみている。東京オリンピックの延期も景気に重石となる可能性があるため、日銀と政府は強力な政策を講じて景気を下支えるものと見込まれる。

日銀の金融緩和と財政刺激策は十分か？

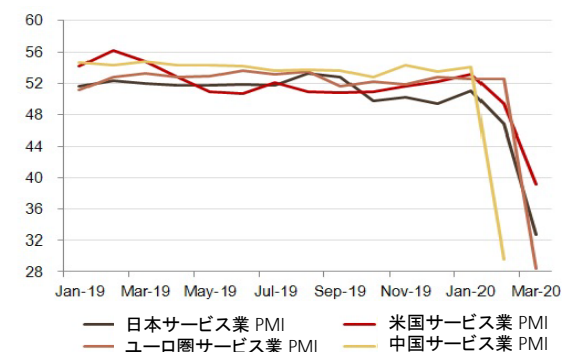
我々は、日本の金融および信用リスクを測るにあたって、日銀短観で発表される金融機関の貸出態度DIを企業活動の先行指標として注目している(図表3参照)。金融機関の貸出態度DIIは、新型コロナの感染拡大前は横ばいで推移していたが、ある程度悪化している可能性が高い。だが、日銀の潤沢な流動性供給と、政府による企業の資金繰り支援および国内需要の押し上げ策は、貸出態度DIの低下を食い止めると思われる。

図表 1: 日本の新型コロナの累計感染者数と1日当たりの新規感染者数(3月24日時点)



出所: 世界保健機関(WHO)、日本経済新聞、UBS

図表 2: 各国のサービス業 PMI は軒並み急低下した
PMI=購買担当者景気指数(50=中立)



出所: Haver、ブルームバーグ、UBS

日本経済

3月16日に前倒しで開かれた緊急金融政策決定会合で、日銀は短期金利の深掘りと10年国債利回りの誘導目標の引き下げを見送ったが、年間の資産買い入れ目標を2倍に引き上げ、上場投資信託(ETF)とREIT(不動産投資信託)の買い入れ上限をそれぞれ12兆円、1,800億円とした。さらに、企業金融支援として、民間企業債務を担保(約8兆円)に、最長1年の資金を金利ゼロ%で供給する新たなオペレーションを導入した。我々は、量的緩和よりもこうした信用緩和策の方が銀行貸出、特に中小企業向け融資に効果的であると考える。

日銀がETFとREITの買い入れ額を倍増したことで、当面市場センチメントは下支えられるだろう(図表4参照)。しかし長期的な視線で見ると、150ベースポイント(bp)の利下げと無制限の資産買い入れを打ち出した米連邦準備理事会(FRB)や、第1弾の1,200億ユーロに続き7,500億ユーロの資産買い入れを矢継ぎ早に発表した欧州中央銀行(ECB)の政策対応に比べて見劣りする。とりわけマイナス金利政策には有識者からも批判的な意見が多いことから、日銀がマイナス金利の深掘りに踏み切ることができず、更なる政策変更の余地は限定的と考える。

財政政策については、安倍政権は4月にも強大な経済対策パッケージを策定する予定である。これには20兆円程度(GDPの約4%)の直接的な財政支出に加え、融資に伴う金融機関の貸し出し分も含まれるとみられ、経済対策の規模は全体でGDPの約9%に当たる50兆円に上るだろう(図表5参照)。直接現金給付、対象業種の救済、中小企業向け融資保証、一部の減税策が対策に盛り込まれるとみられる。安倍内閣は早ければ4月にも国会で関連法案の可決・成立を目指しており、こうした緊急経済対策は新型コロナの感染拡大が収束した年後半の景気を押し上げると考える。

東京オリンピックの延期による影響

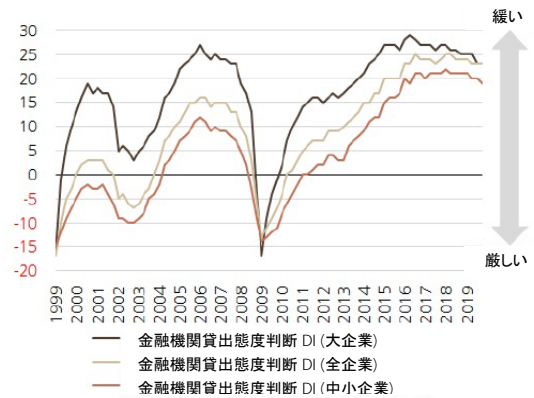
日本政府と国際オリンピック委員会(IOC)は今夏の東京オリンピックを1年程度延期することで合意したが、中止にならなかったことで市場には一定の安堵感が広がったと思われる。我々は延期により2020年の日本のGDP成長率は0.2~0.3ポイント低下するものの、2021年には回復に向かうと考えている。

東京オリンピックの延期は、安倍政権の解散総選挙のタイミングという大きな政治日程にも影響するだろう。自民党総裁としての任期は2021年9月末までであり、衆院議員の任期は2021年10月までである。つまり、安倍首相が2021年9月までに解散総選挙を行わなければ、後任の首相は就任直後の10月に総選挙を戦わなければならない。来年のオリンピック開催前に総選挙を行うことは困難なため、今年中に解散総選挙に打って出る確率が高まったと考える。

GPIFの資産構成見直しで、短期的に急激な円高には進みにくい

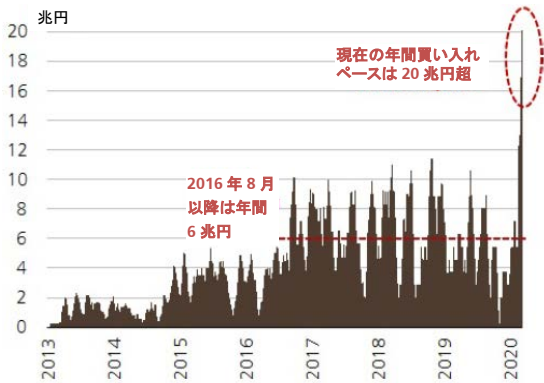
報道によると、GPIFは3月31日に新しい資産構成割合(基本ポートフォリオ)を発表する。GPIFは2020年度からの5年間に適用される基本ポートフォリオで、ヘッジ無しの外債比率を15%から25%に引き上げる方針だ。我々の推計では、外債は現状の基本ポートフォリオの20~23%を占めており、GPIFの運用資産額170兆円に基づく、外債の追加購入額は5~10兆円(GDP比1~2%)になる模様だ。他の公的年金基金(運用資産額70兆円)や企業年金基金(運用資産額130兆円)もこの動きに追随すれば、影響はさらに高まるだろう。公的年金基金全体で見ると、外債と外国株を合わせた外国資産の投資額は、2019年12月末に比べて22兆円増加する見通しである。

図表 3: 金融機関貸出態度判断 DI は引き続き緩和的



出所: 日銀、UBS

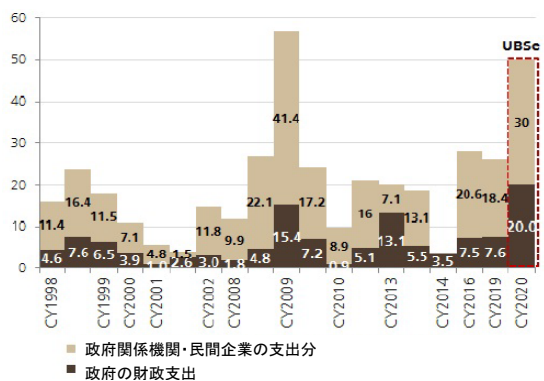
図表 4: ETF の年間買い入れペースが加速している



出所: 日銀、UBS

図表 5: 過去の経済対策パッケージの規模

単位: 兆円(暦年、UBSe=UBS 予想)



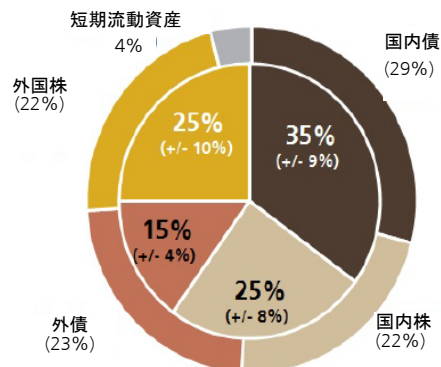
出所: ブルームバーグ、日本経済新聞、財務省、UBS

日本経済

GPIFの資産構成の見直しが相場に与える影響については、たしかに数兆円規模の資産を外債に振り向ければ短期的には円安に振れるだろうが、長期的な影響は限定的である。GPIFの投資スタイルは逆張りであり、円高になるとヘッジ無しで外債を購入する傾向があるため、急激な円高に振れにくくする効果は期待できる。また、最近の相場変動を受けて、外国株式に対する国内株式の保有比率が低下していると見られ、リバランスニーズも市場センチメントを下支えするかもしれない。

図表 6: GPIF のポートフォリオ

内円: 現行の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)が作成したリサー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なく、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もありません。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ます。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ことがあります。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