

# 日本経済

## コロナ禍による日本経済の変化

2020年5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](mailto:daiju.aoki@ubs.com); 細野光史

- 日本の経済活動が再開することから、民間の消費は5月に底を打つと考える。大規模な補正予算にも下支えられて、景気は今後徐々に回復に向かうと予想する。
- 長期的には、今回のコロナ禍を契機に、さまざまな業界で新たなテクノロジーの利用が加速し、また健康や衛生への意識も高まるだろう。こうした新しい環境に適応できる企業とそうでない企業との差別化も進むだろう。
- 政府債務残高の急激な増加により増税の可能性も意識される。企業は増税とさらなる経済ショックに備えて貯蓄を増やす可能性がある。貯蓄の増加にともない、長期的に低インフレが続く公算が大きい。

安倍晋三首相は25日、東京を含む残る5都道府県についても緊急事態宣言を解除すると発表した。ピーク時は1日当たり700人以上の新規感染者が確認されていたが、直近では50人を安定的に下回っていることを受けて、4月7日に発令された緊急事態宣言は、5月14日に39県で解除された。社会・経済活動の制限は、感染の第2波の兆候を慎重に見極めながら段階的に緩和される見通しである。我々は、全面的な経済活動の再開は7-9月期(第3四半期)になるものと予想しており、経済は年末から2021年第1四半期にかけて正常化するとみている。

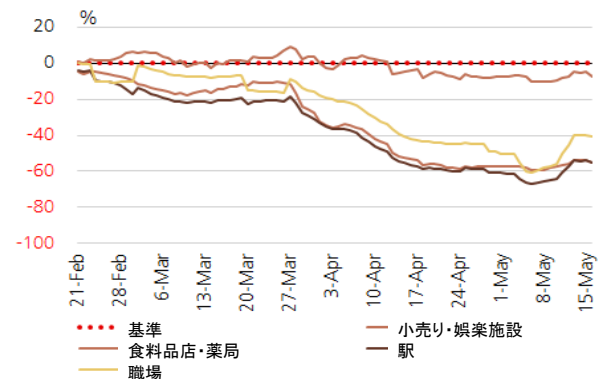
人や企業の活動は5月第1週に底を打った後、回復に向かい始めている(図表1参照)。家計消費の戻りは緩やかだが、最近では累積需要や在宅勤務に伴う購入とみられる家電製品の需要が高まっている(図表2参照)。我々は、第2四半期の国内総生産(GDP)成長率は前期比マイナス5%~6%と大きく悪化し、回復は第3四半期にもつれこむと予想している。失業率のピークは4%~5%で、その後経済の正常化とともに緩やかに低下するだろう。だが、名目GDPがコロナ禍以前の水準に戻るのには早くても2021年で、コロナ後の新しい経済構造を踏まえると、失業率が2%近辺に戻ることはないかもしれない。



出所: iStock

図表1: 東京都の移動データ(GPSに基づく)

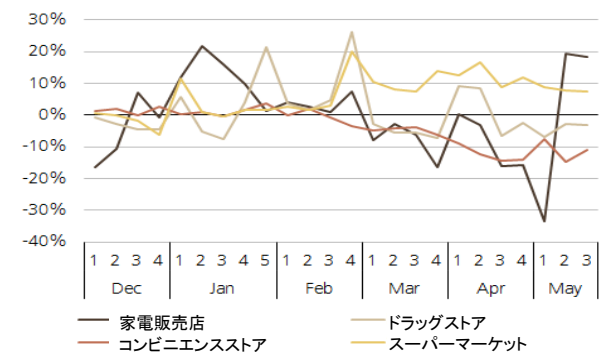
%, 7日間移動平均、基準は1月-2月の5週間平均



出所: Google, UBS

図表2: 小売売上高(高頻度データ)

%, 前年比



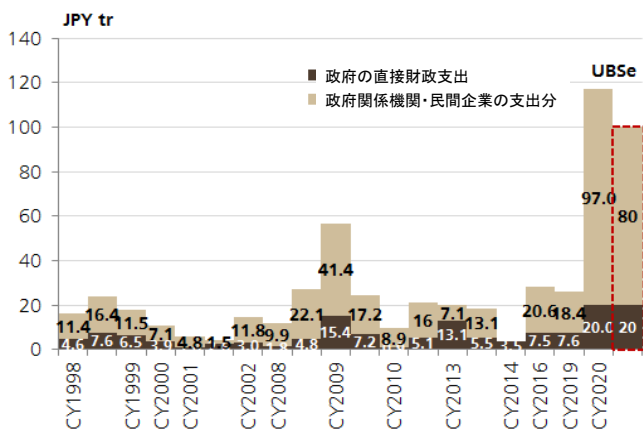
出所: 経済産業省、UBS

# 日本経済

日本政府は、第2次補正予算を公表する。我々の予想では、事業規模は100兆円を超え、国などの直接の財政支出を伴う真水部分は約10兆~20兆円(GDP比2~4%)になるとみている。4月に決定した第1次補正予算と合わせると、事業規模は220兆円超、国債の新規発行額はGDP比7%相当の40兆円超に達する可能性がある(図表3参照)。国債発行については、日銀は10年国債金利の目標を0%近辺に維持しつつ、この程度の金額であれば十分に吸収できると我々はみている。日銀の黒田総裁と麻生財務大臣は5月22日、異例の共同談話を発表し、政府と日銀が連携して対策を実行し日本経済を支えていくと述べた。一方で、今年度は歳入に占める国債の割合(国債依存度)がGDP比10~15%程度上昇する可能性がある。

図表3: 過去の経済対策パッケージの規模

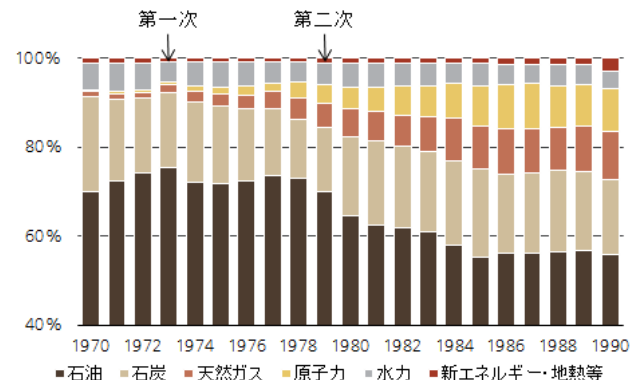
単位: 兆円(暦年、UBSe=UBS 予想)



出所: 日銀、UBS

経済や企業活動は徐々に回復すると予想されるが、企業や市場がこれから注目するのは、今回のコロナ危機で日本経済や社会が中長期的にどう変わるかという点だろう。年末までに規制が全面的に解除されたとしても、消費者や企業の行動変化とともに需給構造も変化するだろう。過去にもこうした構造変化は起きている。1973年のオイルショック時には原油需要が減少し(図表4参照)、世界金融危機の時には金融機関に対する資本規制が強化された。

図表4: オイルショック後のエネルギー国内供給構成 %



出所: 経済産業省、UBS

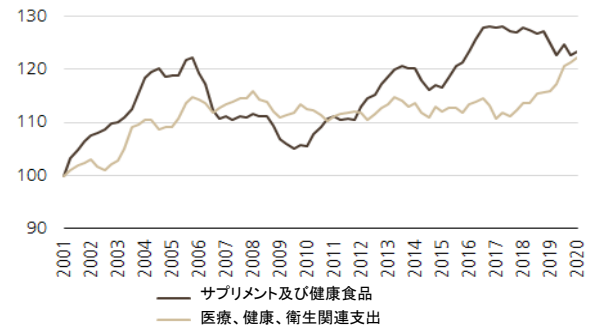
我々は今回のコロナ禍により、さまざまな業界で新たなテクノロジーの活用が進み、健康と衛生に対する意識が高まり、新しい環境に適応できる企業とそうでない企業との二極化が進むと予想する。また、政府債務の急激な増加は、将来的な増税につながりうるため、企業は税率引き上げや新たな経済ショックに備えて貯蓄を増やす可能性がある。貯蓄が増えるため、長期的に低インフレが続く公算が大きい。

今後は5G、人工知能(AI)、仮想現実(VR)・拡張現実(AR)といった先端テクノロジーを活用したセクターが大きく伸びるだろう。在宅勤務をする人が増えるため、オートメーションや効率性を高めるその他の技術への企業投資が進む可能性がある。社会面では人々が在宅で過ごすことを好むようになり、遠隔での医療や健康相談サービス、eコマース、オンライン・コンサート/スポーツイベント等への需要が高まるだろう。

また、健康や衛生に対する意識も高まり、これらに対する支出が増えると思われる(図表5参照)。マスクを着用し、外出時に除菌用ローションを使用する人が増え、免疫力を高める食品を摂取するようになるだろう。さらに衛生的な理由から、公共交通機関よりも自家用車や自転車で移動する傾向が強まる可能性がある。

図表5: 家計支出の推移(健康および衛生関連)

2001年第1四半期=100、4・四半期平均



出所: 経済産業省、UBS

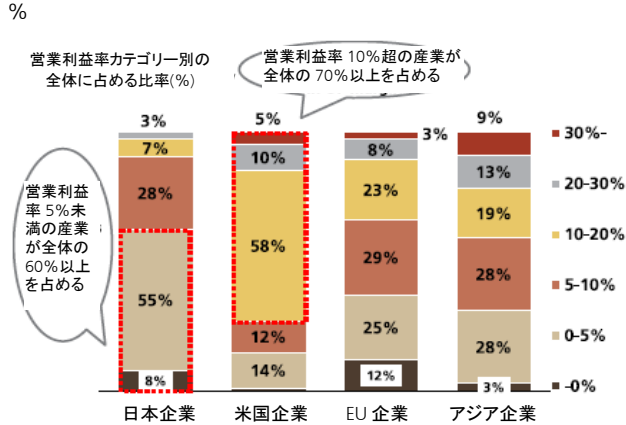
加えて、都心部から郊外へと人々が移住するかもしれない。これは60~75歳の退職後世代ではすでに見られる傾向だが、ITサービス等のおかげで仕事や日常生活が便利になると、健康上の理由から若い世代でもこの流れが加速する可能性がある。

# 日本経済

企業もまた、新しい環境に適応できる企業とそうでない企業で格差が生まれる可能性がある。口で言うほど容易くはないが、企業は効率性を高め不採算事業から撤退することで、社会や経済の変化に対応する必要がある。営業利益率カテゴリー別構成をしてみると(図表6参照)、日本企業には不採算事業の合理化で生産性を改善する余地が大いに残されており、これがオートメーション需要や、ESG(環境・社会・ガバナンス)スコアの改善につながるとみられる。

新型コロナの感染拡大で、短期的には深刻な景気悪化に陥り、低金利、低インフレが長引く可能性がある。だが投資家は、コロナ後の変化に悲観的になる必要はない。企業が新たな経済構造と消費行動に適応するにつれて、一定の分野に機会が生まれるだろう。よって、我々は日本企業の間で進みつつある構造変化に関連した日本株投資テーマ「日本でもサステナブル投資が本格化へ」「組織改革が日本企業の生きる道」および「日本の新たなモビリティサービス」を推奨している。

図表 6: 営業利益率カテゴリー別構成比

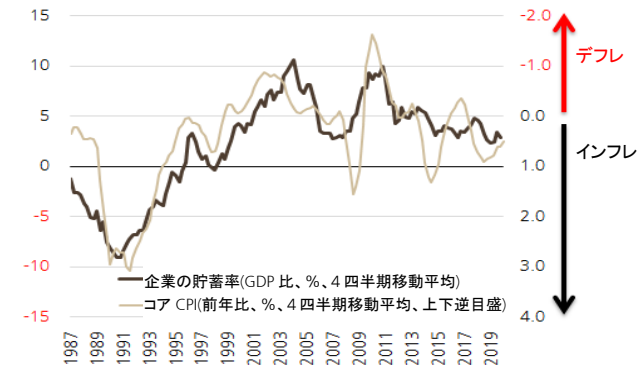


出所: 経済産業省、UBS

経済面を見ると、政府の大規模な財政出動により、短期的に企業活動と経済は下支えられるが、企業は貯蓄を増やし内部留保を積み上げるようになるだろう。1990年代初めの不動産バブル崩壊後、企業が貯蓄を大幅に増やした結果、日本は長いデフインフレに突入した(図表7参照)。政府は、短期的な経済支援に加えて、企業に長期的に(貯蓄ではなく)賃金引き上げと設備投資を促す政策を打ち出す必要がある。これがさらなるイノベーションをもたらす一助となるだろう。

図表 7: 企業の貯蓄と消費者物価指数(CPI)

左軸: GDP 比% 右軸: 上下逆目盛、前年比%、4・四半期移動平均



出所: 日銀、総務省、UBS

## 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如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・上限額等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