

日本経済

日本はコロナ禍の後、低インフレから抜け出せるのか？

2020年6月24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

- 安倍内閣の大規模な景気刺激策パッケージにより企業の信用力は改善し、GDP成長率は2020年7-9月期(第3四半期)に急激に回復に向かうとみられる。しかし、こうした大規模な措置をもってしても低インフレからの脱却は難しいと考える。
- 国内のインフレ状況は企業の貯蓄フローによって説明することができる。大規模な財政支出により家計や企業に資金が移転しても、支出よりも貯蓄に回る可能性が高い。さらに日銀が大胆な金融緩和策を講じても、期待インフレ率に対する影響は限定的だろう。
- 日銀は金融緩和策を長期にわたり維持するとみられ、利上げは早くても2023年以降になる公算が大きい。2013年時のような円安は予想していないが、長期化する低金利環境はJ-REITのような特定のセクターに恩恵をもたらすと考える。



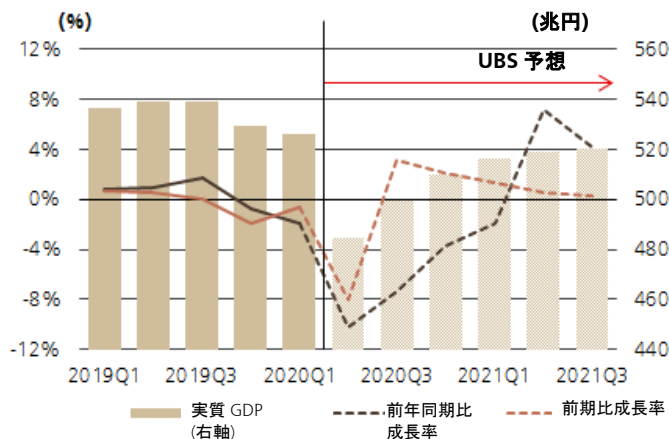
出所: iStock

ソーシャル・ディスタンス(対人距離の確保)措置の影響で2020年4-6月期(第2四半期)の日本の経済成長率は大幅な悪化が予想されるため、安倍政権は4-6月期に大規模な補正予算と金融緩和に踏み切った。こうした政府と日銀による下支え効果により企業の信用力は改善し、第3四半期の経済成長率は急激に回復に向かうとみられるが、国内総生産(GDP)成長率が危機前の水準に戻るには時間がかかるだろう(図表1参照)。

企業の資金繰り支援を含む追加補正予算の事業規模は234兆円(GDP42%規模)に上り、そのうち過去の補正との重複分などを除いた直接的な支出部分は約28兆円(GDP5%規模)である。一方、日銀の追加緩和策は3本の柱、すなわち、1)「長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)」政策に基づく国債の無制限購入、2)上場投資信託(ETF)と不動産投資信託(J-REIT)の年間購入限度額の倍増、および3)コマーシャル・ペーパー(CP)と社債の買入れ増加を含む総枠110兆円の企業の資金繰り支援から成る。特に1)の国債純購入額は2021年までの合計で100兆円に達する勢いで、2021年末までに日銀の国債保有割合は発行額全体のおよそ60%に上る見通しである(図表2参照)。

図表1: 日本のGDP回復軌道

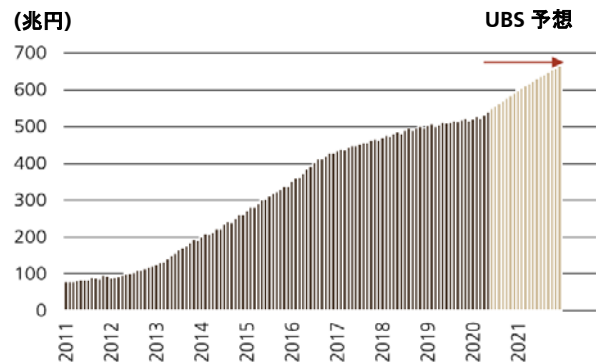
GDP前期比成長率、前年同期比成長率



出所: 内閣府、UBS

図表2: 日銀のバランスシート(UBS見通し)

国債、ETF、REIT、CP、社債を含む(兆円)



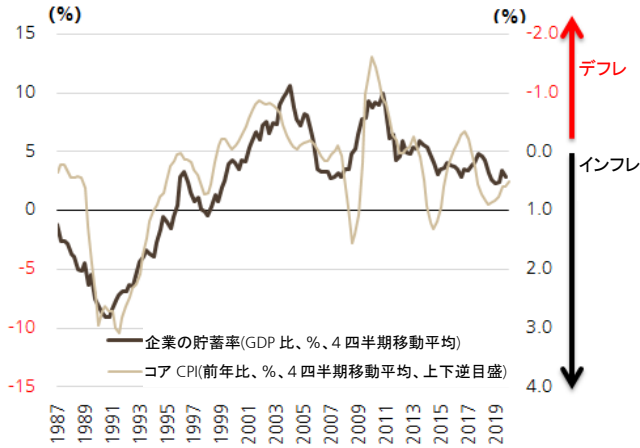
出所: 日銀、UBS

日本経済

マクロ経済的な注目点としては、政府および日銀による大胆な景気刺激策で日本が低インフレから抜け出すことができるか、ということになる。新型コロナウイルスの感染拡大による潜在需要あるいは需要の構造的変化を受けて、一部の財やサービスの価格はいくぶん上昇するかもしれないが、主に以下の3つの理由から、巨額の財政支出や日銀による買い入れがあっても低インフレからの脱却は難しいと考える。

- 1つ目は、大胆な財政支出により家計や企業に資金が移転しても、支出よりも貯蓄に回る可能性が高いことだ。景気後退期における現金給付は1980年代からしばしば行われているが、最近の政府による世論調査では、こうした現金支給が消費に回る割合である限界消費性向は約30%だった。つまり、政府から流れた現金の70%は貯蓄に回されたということである。そして日本のインフレ状況は、企業の貯蓄フローによって説明することができる(図表3参照)。

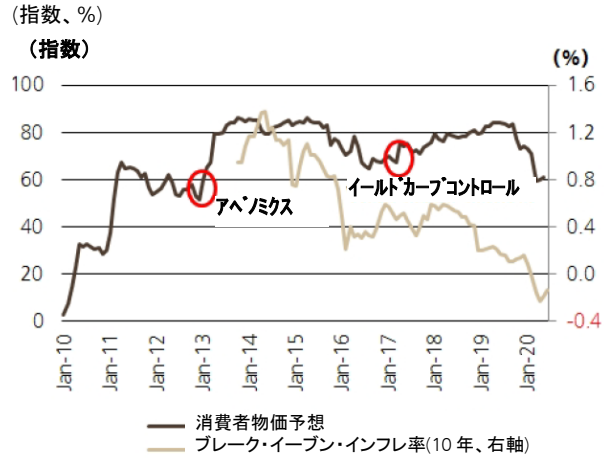
図表 3: 日本の企業貯蓄とインフレ率(1987年以降)
%



出所: Haver、UBS

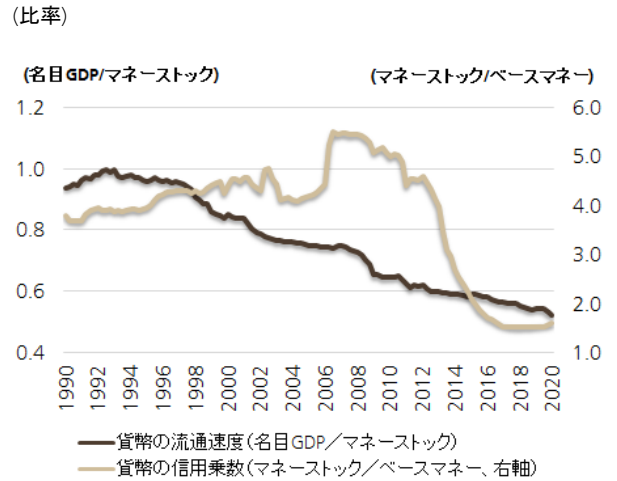
- 2つ目は、2012年のアベノミクス開始以来、日銀の積極的な国債買い入れが経済にプラスの影響をもたらし、設備投資の拡大と賃金の押し上げにつながってきた。だが、物価目標2%を達成するにはいたらなかった。高齢化社会が進む中で企業の競争力、すなわち収益力が長期的に低下傾向となりやすい為、日銀は国民や企業の期待インフレ率を変えることができなかった(図表4参照)。日銀は急速にマネタリーベースを拡大させているが、貨幣が経済でどの程度回転したかを表す貨幣の信用乗数と流通速度は継続的に低下している(図表5参照)。今回日銀が金融緩和姿勢をさらに強めたことで、企業の信用力は下支えされるだろうが、これが中長期的な期待インフレ率の上昇につながるとは考えにくい。

図表 4: 消費者物価予想とブレイク・イーブン・インフレ率
(指数、%)



出所: 内閣府、ブルームバーグ、UBS

図表 5: 貨幣の信用乗数と流通速度(1990年以降)
(比率)



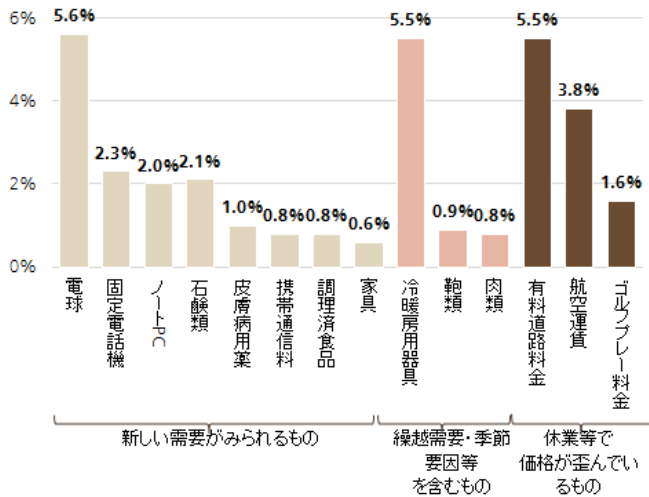
出所: Haver、UBS

日本経済

- 新型コロナウイルスの感染拡大は、需要の構造的な変化—デジタル化、健康意識の高まり、ソーシャル・ディスタンスの継続等—をもたらすと考えられる。5月の生鮮食品を除く消費者物価指数(全国、以下「コアCPI」)によれば、電球、ノートPC、皮膚病用薬、家具の価格が上昇しており、一物品目の価格は今後も上昇するだろう(図表6参照)。だが少なくとも日本では、一般的にサービス業は価格の引き上げに踏み切りにくい。またスキルギャップにより製造業と非製造業の間での労働移動はさほど流動的ではなく、非製造業のフィリップス曲線(労働力不足による賃金または価格の弾力性)は製造業よりも硬直的である(図表7-8参照)。

図表 6: 5月のコア消費者物価指数(CPI)の内訳

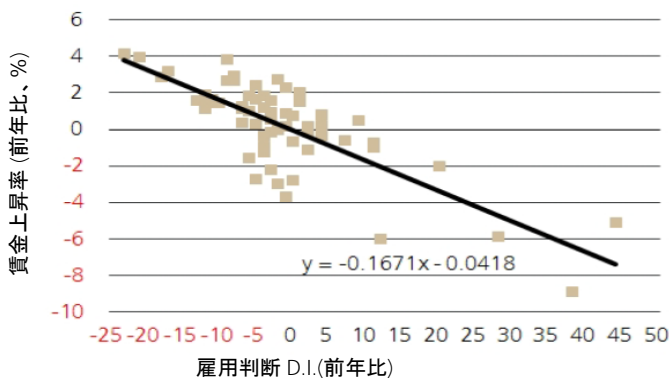
(前月比、%)



出所: 総務省統計局、UBS

図表 7: フィリップス曲線(製造業部門)

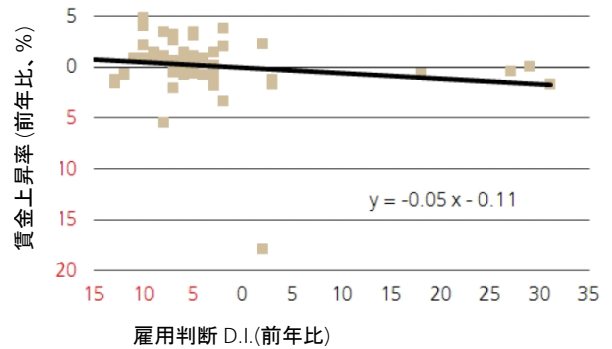
(前年比)



出所: INDB、UBS

図表 8: フィリップス曲線(非製造業部門、運輸)

(前年比)



出所: INDB、UBS

我々は、年末までにコアCPI(全国)が-1%に下落し、物価目標である2%には当面到達しないと予想する。日銀は足元の緩和的な金融政策をきわめて長い期間維持するとみられ、利上げは2023年以降になる公算が大きい。

相場への影響としては、アベノミクスが開始され期待インフレ率が上昇した2013年時のような円安にはならないと予想する。日銀のイールド・カーブ・コントロールにより、名目金利は十分低水準に抑えられており、実質金利も横ばいで推移するだろう。日本株式については、日銀による低金利政策がREITのような特定分野の下支えになる可能性が高い。我々は現在、日本株投資テーマ「低金利環境の恩恵を受ける日本のREIT」「日本でもサステナブル投資が本格化へ」「日本の新たなモビリティサービス」を推奨している。

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ます。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