

# 日本経済

## 緊急事態宣言発令で活動自粛へ

2020年4月6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); 居林通、日本株リサーチヘッド; 小林千紗、アナリスト; 細野光史

- 安倍晋三首相は4月7日に緊急事態宣言を発令した。ほとんどの措置は要請ベースになるが、対象地域では多くの企業が少なくとも5月6日までの約1カ月間、営業を休業するとみられる。
- 我々の基本シナリオでは、規制が続く1カ月間で国内総生産(GDP)は2.2%(約12兆円)の損失となると予想する。悲観シナリオでは、規制の影響がより広範囲かつ長期に及び、GDPの減少幅は最大で10.2%(約56兆円)に達すると見込む。
- 東京では過去に例を見ない規制が続いているが、日本の株式市場は3月の安値以降落ち着きを取り戻しているようだ。だが状況は流動的で、当面は値動きの激しい展開が続くだろう。こうした環境下では、ポートフォリオの分散を図り、急落前に大幅なプレミアムで取引されていた質の高い銘柄に選別的に投資することを勧める。



出所: iStock

安倍首相は4月7日に緊急事態宣言を発令した。緊急事態宣言を受け、対象地域の知事は次の措置が実施可能となる。

1. 不要不急の外出の自粛要請
2. 学校や保育所、福祉施設の使用制限や停止の要請や指示
3. 音楽やスポーツなどのイベントの開催を控えるよう要請や指示
4. 臨時的医療施設を設けるため民間の土地や建物の強制使用
5. 輸送業者に緊急物資の運送要請、指示

留意すべきは、ほとんどの措置が強制ではなく、要請または指示ベースである点だ。日本では、国民の活動を大幅に制限する強制命令に法的根拠はない。政府にできる対応は、感染地域の道路を最長72時間封鎖することや、商業施設やビルなどで集団感染が確認され、まん延を防ぐために緊急の必要があると認められた場合に限り建物を封鎖することである。

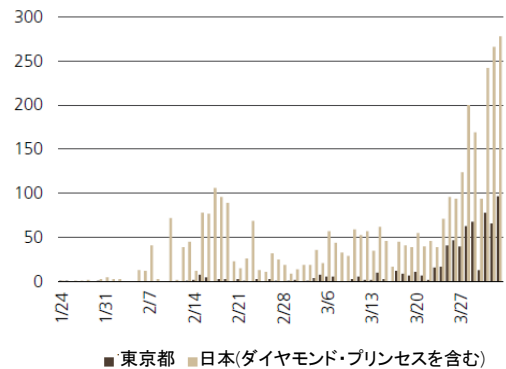
当面、安倍首相は、5月6日までの1カ月間規制を継続する予定で、食料品や銀行、薬局など生活に必要なサービスを提供する企業は営業を継続できる。ほとんどの措置は要請ベースだが、対象地域の店舗や企業の多くは少なくともほぼ1カ月休業するとみられる。

今回の緊急事態宣言は、東京都の感染者数急増を受けたものである(図表1参照)。欧米からの帰国者の増加や、3月6日から新型コロナウイルスのPCR検査が保険適用となり検査実施数が増加したこともあって、東京都の感染者数が急増する中で、経路不明の感染者が増えている。移動の自由を厳格に制限しなければ、感染者数が劇的に増える「オーバーシュート」の危険性が高まっている。

### 日本経済への影響

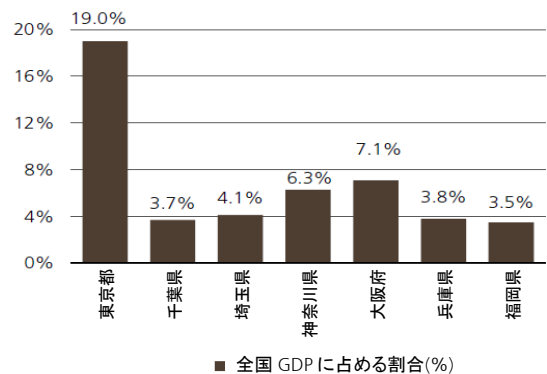
GDPへの影響については、緊急事態宣言にどの程度企業が応じるのか、規制がいつまで続くのかに基づいて3つのシナリオを立てた。基本シナリオでは、東京および周辺の千葉、埼玉、神奈川に加え、大阪、兵庫、福岡(合計すると日本のGDPの約50%に相当)の7都府県に所在する一部サービス業の50%(飲食・宿泊サービスや小売りなど)が

図表 1: 東京都および日本の新規感染者数 (人)



出所: 東京都、NHC、Wind、世界保健機関(WHO)

図表 2: 各都道府県の全国 GDP に占める規模



出所: 経産省

# 日本経済

1カ月休業するほか、その他業種でも30%が店舗を休業すると想定する。またそれ以外の県では20%が休業すると仮定した。その結果、基本シナリオでは、GDPが12兆円(GDPの2.2%)減少すると試算される。

悲観シナリオでは、休業する業種がさらに拡大し(30~70%)、期間も3カ月に延びると仮定する。この場合、経済的損失は約56兆円(GDP比10.2%)に及ぶと考える(図表3参照)。楽観シナリオでは、休業する業種は10~30%とし、期間も1カ月と仮定する。この場合の影響は約5兆5,000億円と試算される(GDP比1%)。

緊急事態宣言と同時に発表される追加の緊急経済対策がどの程度景気への影響を和らげるかにも市場の注目は集まっている。融資制度や納税猶予を含めた経済対策の事業規模は総額108兆円に達し、GDP比19%に相当する。我々はこのうち真水部分(直接の財政支出)は約20兆円(GDPの3.5%程度)と考えている(図表5参照)。安倍政権は国内需要、雇用、深刻な信用リスクに直面する企業に対する支援を断固として行う決意を表明している。

我々は、4-6月期(第2四半期)のGDPが、2019年第4半期の-1.8%、2020年第1四半期の-1.2%に続き-5%程度になると予想しているが、年後半には追加経済対策により経済活動が回復に向かうとみている。

## 市場への影響

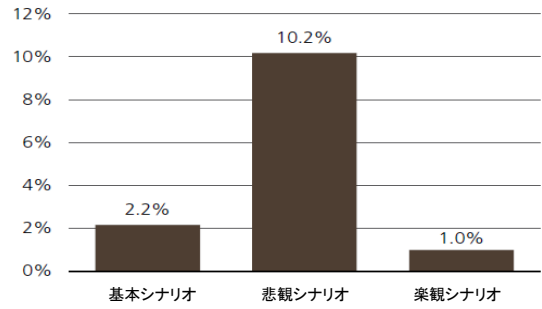
辛抱のとき:活動自粛も、年末に向けて上値余地あり

我々は、緊急事態宣言の発令に先立ち、企業の業績予想を見直した。その結果、第2四半期の売上高の伸び率を2009年世界金融危機時に匹敵する-18%(対前年比)と修正した。しかし、この急激な落ち込みによるベース効果から、来年は急速に回復すると予想する(図表6参照)。また、2020年3月期と2021年3月期の純利益の伸びについては、それぞれ従来の-12%から-23%、+1.9%から-17%に下方修正した。世界経済に対する我々の楽観シナリオが現実化し、5月初旬から世界各国で規制が徐々に解除されるならば、2022年3月期の純利益は62%増になると予想する。

世界有数の大都市である東京で、過去に例を見ない規制が続いているにもかかわらず、日本の株式市場は落ち着きを取り戻しているように見える。日経平均株価は3月19日に16,552円の安値を付けた後、3月27日にはそこから17.1%上昇し、19,389円まで回復している。3月17日付日本株式レポート「日本株が売られ過ぎである3つの理由」で述べたように、最近の株価下落は、世界金融危機並みの金融メルトダウンの可能性を市場が織り込んだためであると考えており、株価資産倍率(PBR)0.8倍近辺という足元のバリュエーションは長期的に妥当な水準とはみていない。

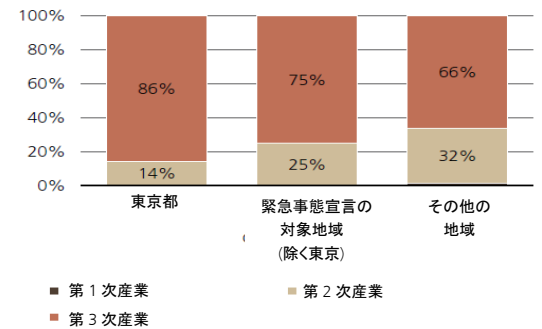
とはいえ、今後2・四半期は利益が急落すると予想され、純利益率もいったんマイナスにまで落ち込み、その後年後半にプラスに戻る公算が大きい。状況は流動的で、日本株式市場は当面値動きの激しい展開が予想されることから、投資家にはポートフォリオの分散を図り、今回の急落前に大幅なプレミアムで取引されていた質の高い銘柄に選別的に投資することを勧める。

図表3:シナリオ別の GDP への影響度



出所: 経産省、UBS

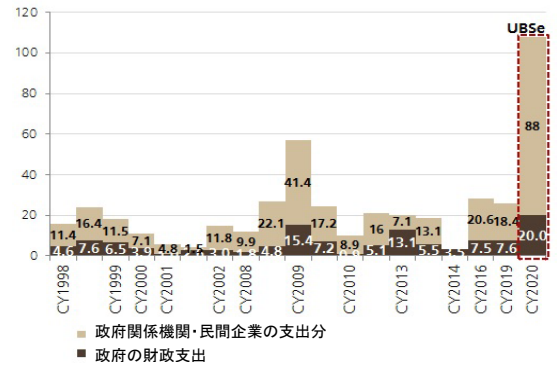
図表4:産業別 GDP



出所: 経産省、UBS

図表5:過去の経済対策パッケージの規模

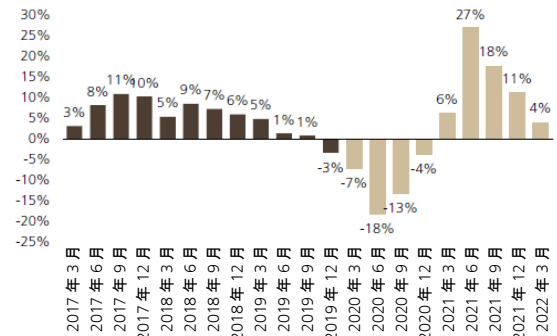
単位:兆円(暦年、UBSe=UBS 予想)



出所: 財務省、UBS

図表6:売上高の伸び率

前年同期比(%)



出所: 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