

日本経済

2021 年後半にキャッチアップが見込まれる

2021 年 5 月 19 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、アナリスト

- 3 度目の緊急事態宣言が発令され、経済活動が再び制限されたことから、日本の景気回復が遅れている。ワクチン接種の加速と半導体不足の緩やかな解消により、2021 年後半の景気回復が期待される。
- 金融政策は引き続き景気支援要因と考える。日銀はインフレ圧力が弱いことからハト派姿勢を維持するだろう。菅政権は 2021 年後半に補正予算の編成を検討する可能性がある。
- 市場にとって主なリスクは、9 月に実施が予想される総選挙かもしれない。菅内閣の支持率が直近急低下しているが、自民党は過半数の議席を維持すると予想する。野党の支持率は依然低い。



出所:iStock

緊急事態宣言の発令に伴い経済活動が再び制限され、経済の正常化に遅れ

直近の 1 日当たりの新型コロナウイルス新規感染者数は、過去最多の 6 千人に近づいている。緊急事態宣言は当初 4 都府県を対象に 4 月 25 日に発令されたが、その後 9 都道府県に拡大され、期限も 5 月末まで延長された。これに加えて、10 県が緊急事態宣言に準じる「まん延防止等重点措置」の対象地域となった。この計 19 都道府県の人口および GDP は 47 都道府県全体の約 70% を占める。

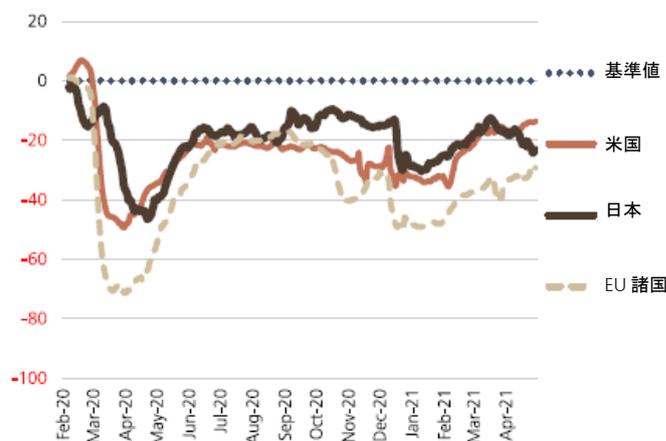
人の移動は 1 月に発令された 2 度目の緊急事態宣言の時ほど大幅には減少していないが(図表 1 を参照)、第 2 四半期(4-6 月期)のサービス消費は落ち込むと引き続き考える。同宣言は 6 月中旬か末まで、または少なくともワクチン接種が明らかに加速するまで、再び延長される可能性が高い。

2021 年第 1 四半期の GDP 成長率は前期比 1.3% 減となったが、第 2 四半期はある程度のプラス成長を予想する。しかし、緊急事態宣言延長の可能性と 3 月の半導体大手企業の工場火災により状況が悪化した半導体不足は、生産の重石となる可能性がある。日本の景気回復は他国に比べると遅れているが(図表 2 を参照)、2021 年後半には内需主導の着実な回復が期待できる。

図表 1 – 各国・地域の人流のコロナ以前との比較

外食・娯楽および交通機関による移動データ(5 月 14 日現在)

(2020 年 1~2 月の平均値からの乖離、%)

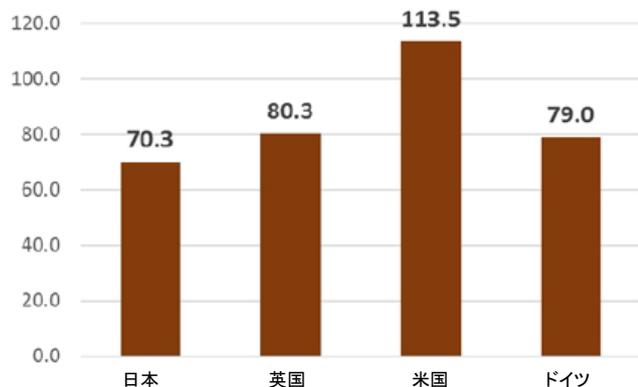


出所: グーグル、UBS

本稿は、UBS Securities Japan Co., Ltd. が作成した“Japanese economy: Japan’s economic catch-up expected in 2H21” (2021 年 5 月 19 日付) を翻訳・編集した日本語版として 2021 年 5 月 21 日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

日本経済

図表 2 – 各国・地域の名目 GDP の回復状況
名目 GDP の底からの回復度(%、2021 年第 1 四半期時点)



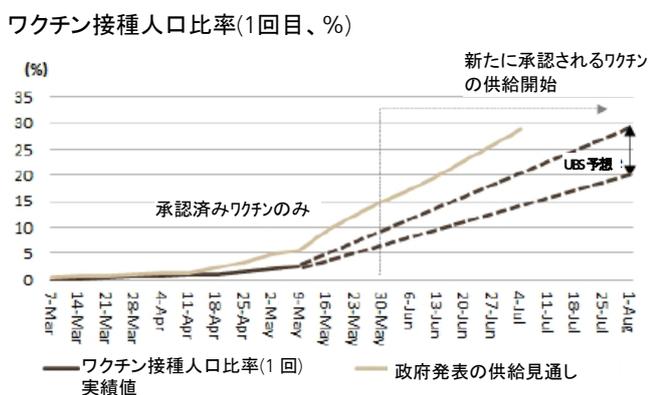
出所: Haver、UBS

ワクチン接種のペースと東京オリンピックが焦点

ワクチン接種のペースが、規制解除と 2021 年第 3 四半期の景気回復の鍵となると考える。日本のワクチン接種率は、ワクチン輸入の遅れにより 3.7%と極めて低い水準にある。しかし、足元ワクチンの供給が拡大しており、ワクチン接種は明らかに加速するとみている。政府は 5 月 24 日に東京と大阪でワクチン大規模接種センターを開設する。

菅総理大臣が 4 月に発表した 7 月末までの高齢者(人口の 30%を占める)接種完了の目標はやや楽観的と考える。それでも、今後数カ月のうちに人口の 20~30%が少なくとも 1 回目の接種を終えると予想する(図表 3 を参照)。東京オリンピックは予定通り 7 月に開催されるとみている。国内観客の受け入れが認められるか否かはまだわからないが、大半はテレビでの観戦となるだろう。

図表 3 – 国内ワクチン接種状況 (UBSによる見通し)



出所: 厚生労働省、UBS

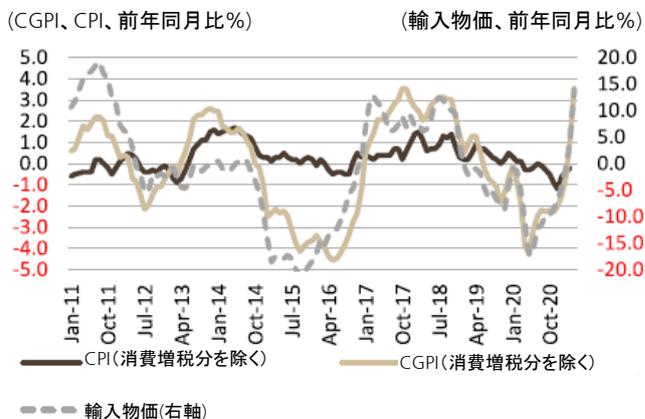
インフレ低迷の中、日銀はハト派姿勢を維持

金融緩和政策はインフレ圧力が弱いことから維持されるとみている。半導体不足、輸入物価上昇、2021 年第 3 四半期のサービス消費反発の可能性などを踏まえても、日本の物価(消費者物価)上昇率は極めて低い水準にとどまるだろう。インフレ圧力が弱いことから、日銀は現行の金融緩和政策を長期にわたり維持すると考える。

しかしながら、企業部門では一定のインフレ圧力が引き続き見られる。4 月の企業物価指数(CGPI)または生産者物価指数(PPI)は前年比で 3.6%上昇した。これは 2008 年 10 月以来の高い伸び率である。一方、輸入物価指数は前年比で 13.9%上昇し、2011 年 11 月以来の高い上昇率となった。

企業部門の物価指数はこのように急上昇したが、日本企業は投入価格の上昇を産出価格に転嫁する傾向が見られないことから、消費者物価への上昇圧力は限られるだろう。企業物価指数(CGPI)と消費者物価指数(CPI)の間の相関は米国に比べると低い(図表 4 を参照)。また、4 月発表の日銀短観では、企業の 1 年後の物価見通しが依然として非常に弱いことが示されたが、これは日本企業が一時的な物価上昇に対応しないことを意味すると考える。我々はインフレ率の健全な反発を引き続き予想するが、コア CPI の前年比上昇率は、3 月の-0.1%から年末には+0.4%まで上昇するに留まるだろう。

図表 4 – 日本の CPI は企業物価や輸入物価との相関が低い



出所: UBS

政治が市場のリスク要因となるかもしれない

市場にとって主なリスクは、9 月に実施が予想される衆議院総選挙と考える。最近実施されたメディアの世論調査によると、菅内閣の支持率は 4 月の 44%から危険水域である 35%まで急低下した。2000 年以降、支持率が 35%を下回る内閣は政権を維持することが困難となっていた(図表 5 を参照)。

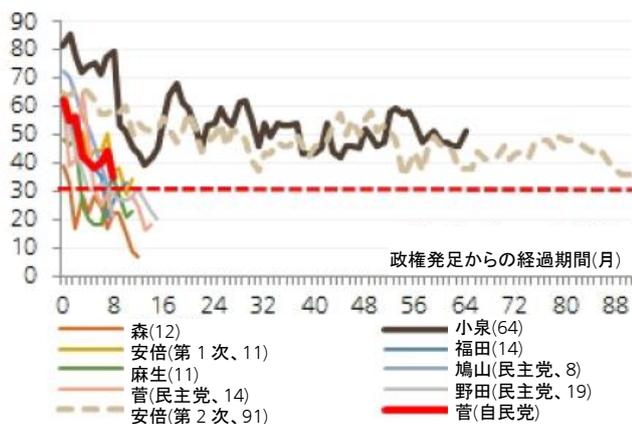
日本経済

それでもなお、与党自民党の支持率は高く、野党第1党の立憲民主党の支持率は極めて低い(図表6を参照)。そのため、自民党は次の総選挙で過半数の議席を維持することができ、菅総理大臣が党総裁選を経て、首相の職を継続するものと考えている。現在、自民党は465議席中、278議席(59.8%)を維持しているが、48議席(現議席の17%)を失うと過半数を下回ることとなる。

ただし、菅内閣の支持率がさらに低下すると、自民党は総選挙で過半数割れとなり、菅総理は首相の座を失うリスクが高まると考える。9月が近づく中での景気回復、ワクチン接種率の上昇、東京オリンピック開催についての最終決定は、いずれも今後数カ月の支持率に影響を及ぼすであろう。

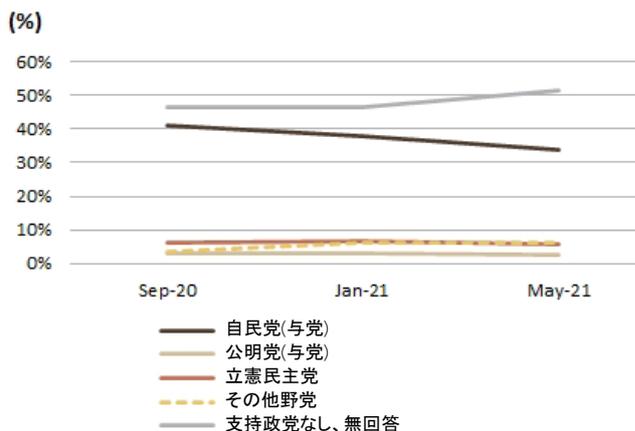
図表5 – 2000年以降の歴代内閣の発足後支持率の推移

支持率(%) *カッコ内の数字は存続期間(月)



出所: 日本放送協会、UBS

図表6 – 菅内閣発足後の各政党の支持率



出所: 日本放送協会、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。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。

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、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。また UBS では税務、法務等の助言は行いません。

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。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。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、直接的にご負担いただく手数料として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)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(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)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。

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 0.5%または 0.5 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 1%を上限とします。

日本経済

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。

その他のご留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料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、本資料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。

© UBS 2021 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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号