

日本経済

3つの逆風が解消されれば経済は回復へ

2021年8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-sumitrust.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、アナリスト

- 4度目の緊急事態宣言に伴う再度の活動制限、東南アジア諸国におけるサプライチェーンの混乱、菅総理大臣の支持をめぐる不透明感が、2021年7-9月期(第3四半期)の経済成長と市場センチメントの重しとなる可能性がある。
- だが、おそらく11月までには2回目のワクチン接種率が7割前後に達するとみられることから、その後第4四半期以降は底堅い経済回復が続くと予想する。自動車セクターのサプライチェーンの混乱は徐々に緩和に向かうだろう。政策については、自民党総裁選と衆議院選挙を経て、数カ月のうちに方向性が明らかになるとみている。
- 日本株式市場について、2021年度と2022年度の利益成長見通しをそれぞれ42%と8%に上方修正した。企業利益は来年回復に向かうと確信している。



出所:iStock

日本の年間国内総生産(GDP)成長率は、第1四半期はマイナス3.7%に落ち込んだものの、底堅い消費と設備投資を受けて、第2四半期は前期比1.3%増と予想を上回る伸びとなった。だが、足元では3つの逆風が経済成長率と市場や企業のセンチメントの重しとなっている。このように短期的な悪材料はあるものの、我々は年後半の日本の経済成長と株式市場には強気の見方を維持する。

4度目の緊急事態宣言の延長と地域拡大

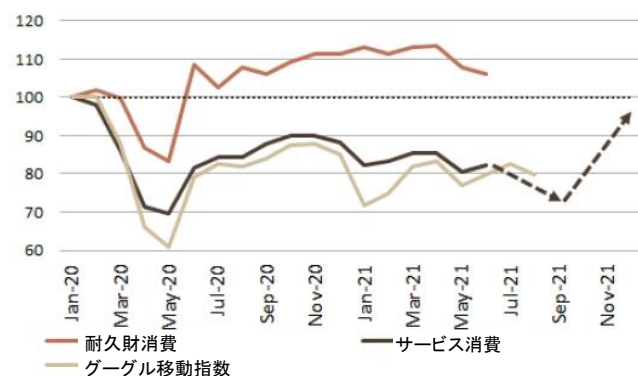
1つ目は新型コロナウイルス関連の逆風だ。1日の新規感染者数は20,000人を超え今もなお増加傾向にあり、そのうち8~9割がデルタ株の感染である。一方で、死亡率は依然として比較的抑制されている。日本政府は7月30日、主要都市に対して4度目の緊急事態宣言を発令した。8月25日には、対象地域をGDPの70~80%を占める21都道府県に拡大すると同時に、期限を9月12日まで延長した。その結果、8月のサービス業購買担当者景気指数(PMI)は、7月の47.4から43.5に急落し、2020年5月以来の低水準となった。

9月1週目からは新学期が始まる。新規感染者数は1~2週間のうちにピークを打つかもかもしれないが、子供たちの間で感染が拡大すれば、緊急事態宣言が9月12日以降も延長される可能性がある。過去の緊急事態宣言発令時ほど人流は大きく減少していないが、こうした制限は第3四半期の個人消費を冷やすと考える(図表1参照)。

第4四半期の消費回復の鍵を握るのはワクチン接種の加速だろう。現在人口の4割が2回目の接種を済ませており、11月までにはある程度の集団免疫が獲得できるとされる7割程度に達することが予想される(図表2参照)。したがって我々は、再び大規模な緊急事態宣言が発令されるとは考えていない。

図表1 - 財・サービス消費とモビリティデータ

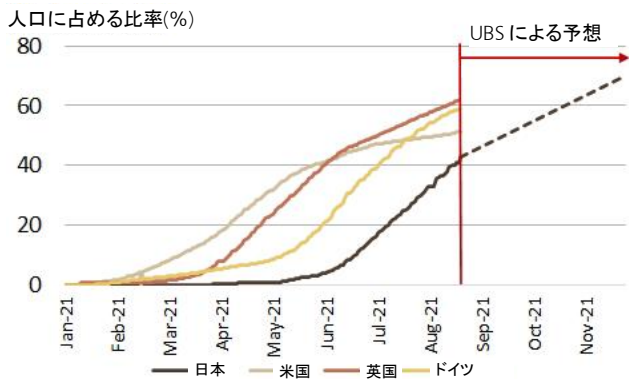
2020年1月=100



出所: Haver、グーグル、UBS

本稿は、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese economy: Japan’s growth likely bounce back once it clears three hurdles” (2021年8月26日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年8月31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。

図表2 – 世界のワクチン接種(2回)人口比率



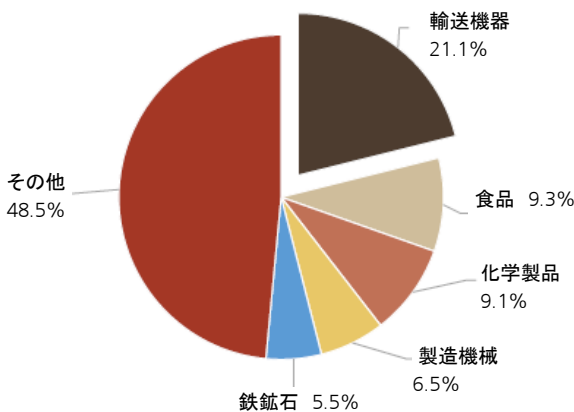
出所: アフ・ワールド・イン・データ、UBS

日本の自動車セクターで再びサプライチェーンが混乱

2つ目の逆風は、一部の東南アジア諸国でサプライチェーンに混乱が生じており、生産への影響が続いていることだ。これが短期的に日本の輸出とGDPの重石となる可能性がある。日本最大の自動車メーカーは、新型コロナの影響が深刻な一部の東南アジア諸国、特にマレーシアとベトナムでの自動車部品不足を受けて、9月の世界生産台数を4割減らすと発表した。他の国内自動車メーカーも同様の影響を受けている可能性がある。自動車は日本の製造品出荷総額の約2割を占めるため、減産により第3四半期のGDP成長率を0.2~0.5ポイント近く大幅に押し下げる可能性がある(図表3参照)。

だが、コロナの影響を受けた国でも、ワクチン接種が進むにつれて自動車部品の生産が徐々に再開されると予想する。また、日本の自動車メーカーはある程度部品製造を他の国へ切り替えることができる。世界の自動車需要は依然として底堅く、第4四半期以降は輸出と生産が本格的に回復することが期待できる。前出の自動車メーカーも、9月は生産台数を4割減らすものの、その後は生産ペースの回復を見込んでおり、2022年3月期の生産計画を据え置いた。

図表3 – 出荷総額のセクター別内訳 (%シェア)



出所: 経済産業省、UBS

菅総理をめぐる政局の不透明感

3つ目の逆風は、菅総理大臣をめぐる政局の不透明感に関するもので、市場や企業のセンチメントを冷やしかねない。与党の自由民主党は、国会議員と党員・党友による投票で9月29日に党総裁選を行うことを決めた。菅総理の支持率は党内でも低下しているが、自民党の派閥幹部は菅首相を支持する方針であり、菅氏が総裁選挙で勝利し総理大臣を続投すると考えている。

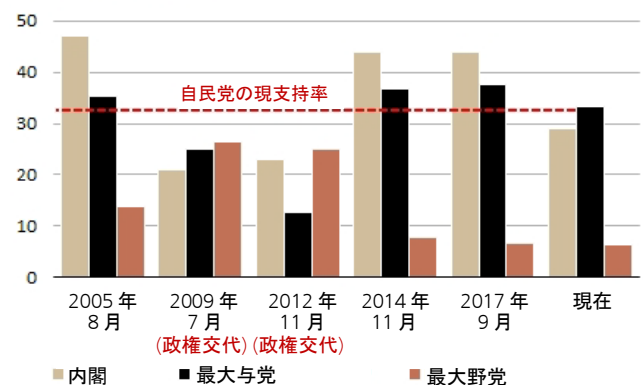
自民党総裁選後には衆議院議員選挙が控えている。菅総理が9月29日の自民党総裁選直後に衆議院を即時解散すれば、最短で10月17日に選挙が行われる。仮に現在の衆議院議員の任期満了となる10月21日まで解散を見送ると、衆議院議員選挙を最長11月28日まで延ばすことができる。解散のタイミングは、新型コロナの感染状況次第だろう。菅総理の支持率は30%を割り込んでいるものの、自民党と公明党に対する世論の支持は過半数を維持するのに十分である。この点、自民党が大敗を喫した2009年とは状況が大きく異なる(図表4参照)。

とはいえ、2つのリスクシナリオが考えられる。菅氏が9月29日の自民党総裁選で敗北すること、そして、衆議院議員選挙で与党が過半数議席を失うことだ。菅氏の敗北という1つ目のリスクシナリオは、市場では短期的な悪材料にとどまるか、仮に市場が追加経済刺激策を期待するならば好感されることもあるだろう。総裁選の出馬候補はまだ確定していないが、主な候補者の政策視点は、少なくとも現在の経済情勢では菅氏にかなり近い(図表6参照)。菅総理が退陣したとしても、政府は少なくとも今後数年間は財政拡大と金融緩和を継続するとみられる。

2つ目のリスクシナリオについては、自民党が議席の過半数を失えば政情不安につながりかねず、市場は失望する可能性がある。しかし、そのような状況で新しい総理大臣が誕生しても、経済政策が大きく変わる公算は小さいため、市場の嫌気も長くは続かないと考える。また、新たに経済刺激策が繰り出される可能性もある。日銀の黒田総裁の任期は2023年4月までであり、政策の方向性が少なくとも今後数年は変わらないと確認できれば、市場の注目は消費と生産の回復ペースへと移るだろう。繰り返しになるが、自民党の支持率は十分に高く、野党の支持率はまだ極めて低い。そのため与党が過半数を失うリスクは低いとみている。

図表4 – 内閣および与野党の支持率

与党・自民党の支持率は依然として高く、過半数議席を確保の見通し



出所: 日本放送協会、UBS

日本経済

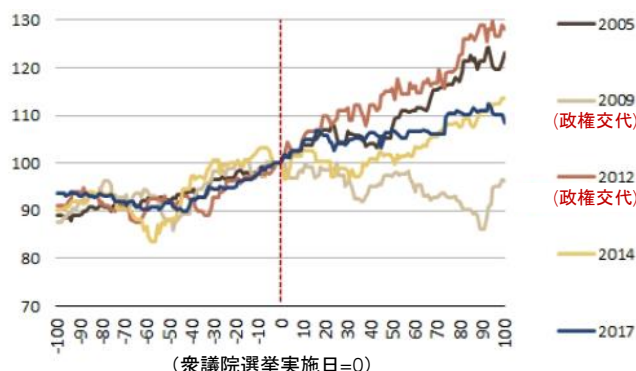
市場への示唆

以上をまとめると、4度目の緊急事態宣言の対象地域拡大や延長に伴う制限、一部の東南アジア諸国における追加的なサプライチェーンの混乱、菅総理大臣の支持をめぐる不透明感は第3四半期の経済成長および市場や企業のセンチメントに重石となるだろう。だが、恐らく11月までに2回目のワクチン接種率が国民全体の7割に到達した後、第4四半期は底堅い回復が見込めるとの考えを崩していない。自動車業界のサプライチェーンの混乱は、これ以上は悪化せず、緩やかに改善するだろう。政策については、自民党総裁選と衆院選を経て数カ月以内に方向性が明らかになると期待している。

日本株式については、ワクチン接種率が上昇する中、経済活動の再開が一部セクターの企業利益の増大につながるとみられる。今秋までに決定が期待される新たな経済刺激策も、個人消費を押し上げ、特にデジタル化や環境対策分野の設備投資を促進する公算が大きい。我々は最近、2021年度と2022年度の利益成長見通しをそれぞれ42%(従来予想は40%)と8%(従来予想は7%)に引き上げ、企業利益は来年まで底堅く回復すると確信している。

過去を振り返ってみると、衆議院議員選挙は重要な転換点になっており、株式市場は概ね自民党勝利を好感してきた。例外は、自民党が第一党から転落し、当時の民主党中心の政権が誕生した2009年の衆議院議員選挙である(図表5参照)。菅内閣の支持率は相対的に低いが、自民党は引き続き第一党の座を守り政権を維持すると考える。海外投資家の売り圧力を受けた最近の日本株式の低迷を踏まえると、次の衆議院議員選挙(加えて、願わくは新型コロナウイルスの新規感染者数の減少)が、日本株式市場の好材料になるとみている。日経平均株価の株価収益率(PER)は17.5倍と、過去10年平均を下回っている。

図表 5 – 過去の衆議院選挙と日経平均との関係
衆議院選挙実施日の日経平均=100



出所: ブルームバーグ、UBS

株式以外の市場については、首相が交代したとしても低インフレ基調が続くことから、日銀は日本10年国債利回りを0%近辺に維持すると考える。長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)の下では、大型の財政刺激策のために国債を多少増発しても、国債利回りに大きな影響を与えることはないだろう。

円については、世界的なリスク・オン基調の中、長引く超低金利により、魅力的な調達通貨であり続けるだろう。いずれにせよ日銀は、引き続き先進国市場で最もハト派的な中央銀行の1つとなるだろう。ドル円レートについては2022年9月末時点で1ドル116円を予想する。

図表 6 – 自民党総裁選立候補者の政策方針(最終的な立候補者は9月17日に決定)

主な候補者は当面現行の政策を維持する見通し

	財政政策		金融政策		その他
	現行姿勢	長期財政目標に関する過去の発言	現行姿勢	長期金融政策目標に関する過去の発言	
岸田 文雄	積極財政	2025年までに基礎的財政収支の黒字化を達成すべき(2018年)	現行政策を維持	2%のインフレ率達成の必要性和将来的な金融政策について議論すべき(2020年)	中長期的な成長に重点
河野 太郎	積極財政	政府債務を減らすべき(2015年)	緩和的	インフレ率が2%に達しなくても出口政策について議論すべき(2017年)	規制緩和により産業の競争力を強化
下村 博文	積極財政	基礎的財政収支の黒字化を達成すべき(2021年)	緩和的	金融政策について特に発言なし	教育制度の見直し及び向上

出所: メディア記事、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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社(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。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値、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。また当社では税務、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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 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

当社における国内株式等の売買取引には、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、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。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。

日本経済

「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。

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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント 2021 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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 SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、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