

日本経済

サービス・セクター消費が回復のけん引役に

2023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-sumitrust.com; 上里 啓、ストラテジスト、居林 通、日本株リサーチヘッド; 小林 千紗、アナリスト

- 日本のサービス・セクターの回復はまだ始まったばかりであり、今後コロナ以前のトレンドを回復する十分な余地がある。賃金が上昇し、インバウンド消費が活発化する中、この回復は 2023 年を通じて継続するだろう。
- 賃金の上昇が確認されれば、日銀は今年後半に長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）を終了すると我々は予想する。ただし、撤廃の時期が早まる可能性については注意が必要だ。短期政策金利が引き上げられる可能性は低だろう。
- 日本の銀行で流動性が枯渇するリスクは限られていると我々は見ている。資金調達構造（小口預金がメイン）、大幅な預金超過、保有証券の厳格な資産・負債管理（ALM）などがその理由だ。
- 株式については、日本経済再開の恩恵を受ける銘柄に明るい見通しを維持しており、また銀行株に短期的な投資機会が生じているとみる。金利については、10 年国債利回りは 4-6 月期から 7-9 月期にかけて 0.5% 近辺で推移し、その後年末までに 0.8% に上昇するとみている。



出所: iStock

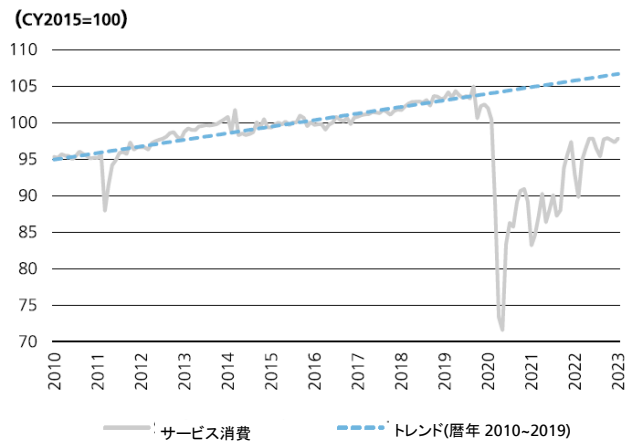
我々が昨年発表した 2023 年の見通しの通り、日本では新型コロナからの回復が進んでいる。内需が再び活性化し、賃金が上向くなか、サービス消費が引き続き重要な鍵となっている。ただし、懸念材料としては、一部の先進国の景気減速によって輸出が妨げられる恐れがある。

サービス消費に巻き返しの余地

サービス消費はこれまで回復してきたものの、新型コロナ前のトレンド水準を 5-8% 程度下回る水準にとどまっている。だが我々は、移動の回復、ピークに達しつつあるエネルギーと食料品インフレ、賃金の上昇といった要素がすべて、今年のサービス消費の回復を下支えするだろうと考える。サービス消費は個人消費全体の約 60% を占めていることから、幾分かの改善でも、GDP 成長率を力強く押し上げる可能性が高い。

図表 1 – サービス消費に大幅拡大の余地あり

日本銀行 消費活動指数



出所: 日本銀行、UBS

重要なのは、内需の喚起には着実な賃金上昇が必要だということだ。春季労使交渉（春闘）からは、2023 年後半の賃金上昇加速が示唆されている。大企業を中心とした初期の交渉結果からは、30 年超で最高となる 3.7% の賃金上昇率が示された。この数字は中小企業の交渉を反映していないが、現時点での結果

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: Healthy recovery driven by services” (2023 年 4 月 6 日付) を翻訳・編集した日本語版として 2023 年 4 月 11 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。

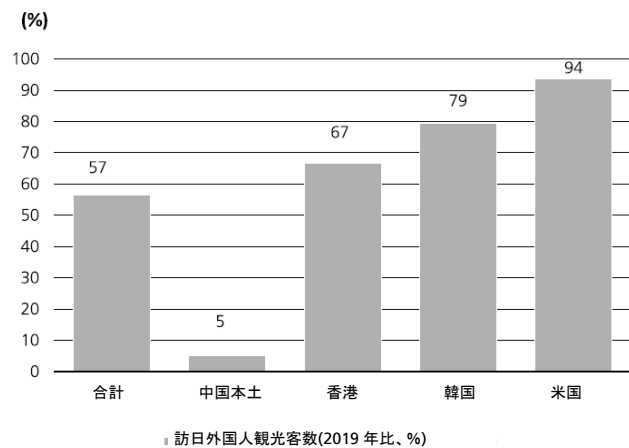
日本経済

に基づく、総賃金上昇率は約 2%、生鮮食品を除くコア消費者物価(CPI)上昇率は約 1~1.5%になる。

サービス部門の回復にとってもう 1 つの鍵となるのが、訪日外国人旅行者による支出の回復だ。外国人旅行者数は 2 月に新型コロナ前の水準の 57% 近くまで回復したが、中国からの旅行者数は依然としてわずか同 5%にとどまる。我々は、中国人旅行者が大挙して戻り始めれば、この数字が上向く余地は大きいと考える。さらに、旅行者 1 人当たりのインバウンド消費額は、円安と比較的低いインフレ率のおかげで、新型コロナ前を 30% 超上回っている。この傾向は継続し、2023 年の月次のインバウンド消費額は新型コロナ前の平均を超えると予想する。

図表 2 – 中国本土からの訪日客の回復が鍵

訪日外国人数、コロナ前との比較



出所: 日本政府観光局、UBS

一方、先進国市場全体でモノへの需要が減退しているため、今年は輸出の伸びが鈍くなる恐れがある。自動車のペントアップ需要は世界的にやや強くなる可能性があるが、生産能力が輸出の足かせとなるかもしれない。中国の需要の回復が部分的に影響を和らげるとしても、米国の需要後退が機械などのセクターにとって逆風になるだろう。ハイテク・セクターに関しては、サイクルの底を打つまでしばらく時間がかかると思われる。

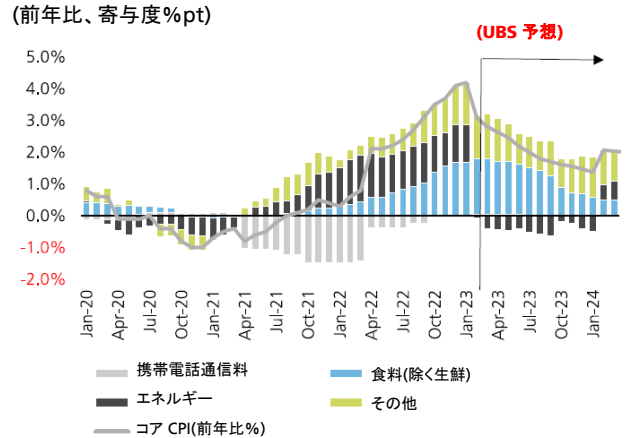
日銀の支援は続く

植田新総裁の下、日銀は年内に長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を終了すると予想するが、短期政策金利を極めて低い水準で維持することにより、経済成長を引き続き支援するだろう。

イールドカーブ・コントロールの撤廃時期については、2023 年後半になると現時点で予想している。だが、春闘の結果が良好であったこと、そして日本国債市場に歪みが生じていることから、撤廃の時期が早まる可能性があることも認識している。植田新総裁は先日の国会で、日銀が 12 月と 1 月に行った政策調整を評価するには少し時間が必要になると述べた。4 月 9 日の就任後に植田氏がこの点についてどのようにコメントするかが注目されるだろう。もちろん、日銀は追加的な政策調整を決定

する際に、世界経済の進展、特に先進国市場の銀行セクター不安を巡る状況を注視し続けるだろう。

図表 3 – コア CPI は 2023 年を通じて減速する見通し
CIO による見通し



出所: 総務省、UBS

イールドカーブ・コントロールを撤廃しても、日銀は国債買い入れペースを加速させることで、10 年国債利回りの上昇を抑えようとするだろう。我々は、日本の 10 年国債利回りが 4-6 月、7-9 月期中は 0.5%で推移し、その後年末までに 0.8%まで上昇する(対して米 10 年国債利回りは 3.25%)との見方を維持する。

短期政策金利に関しては、住宅ローンに影響を与える可能性があることから、しばらくは 0%を超える水準に引き上げられることはない予想する。住宅ローンを抱える日本の住宅所有者の約 70~80%が、日銀の短期政策金利に基づく変動金利でローンを契約しているためだ。さらに日銀は、利上げを行うには 2%の持続的な物価上昇率と健全な経済を確認する必要がある。コア CPI は急速に上昇しているが、現在の動きは主にエネルギーと食料品の価格が牽引したものだ。これらの上昇が弱まり始めれば、CPI は減速に転じて 2%を切るだろう。

日本の銀行の流動性リスクは限定的

日本の銀行で流動性が枯渇するリスクは限られていると我々は見ている。資金調達構造(小口預金がメイン)、大幅な預金超過、保有証券の厳格な資産・負債管理(ALM)などがその理由だ。

また日本の大手銀行の自己資本比率は規制上の基準値(メガバンクでは普通株等 Tier1 比率(CET1 比率)が 11%超)を上回っている。流動性カバレッジ比率も 100%を優に超えている。実際に、日銀が国内大手銀行を対象に実施した最新のストレステストでは、2008 年の世界金融危機と同じ規模の混乱が起きても、深刻なソルベンシーリスクが発生する可能性は低いことが明らかになった。

しかしながら、日本の銀行が保有する膨大な証券ポートフォリオは、国内外の利回り上昇傾向に対する耐性について中期的な懸念を生じさせている。国内銀行のポートフォリオでは、すでに

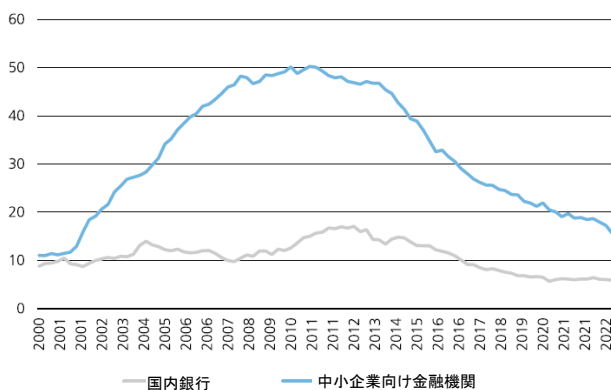
日本経済

外国債券で数兆円の損失が発生しているが、より深刻な懸念は、日銀がいずれ金融政策の正常化を行えば、保有する日本国債の評価損が増大する恐れがあるということだ。

ただし、メガバンクの総資産に日本国債が占める割合は平均わずか6%であるため、この打撃はメガバンクには対処可能だと思われる。一方、信用組合等の中小企業向け小規模銀行では、リスクが大きくなるかもしれない。2013年に日銀が積極的な緩和を開始して以降、中小企業向け小規模銀行の日本国債保有率は低下しているものの、約15%とメガバンクと比べて高い。それでもエクスポージャーは、3月に破綻した米国の中堅銀行(50%)よりもかなり低く、平均的な米銀行(平均約20%)を下回っている。

また日本国債の利回り上昇が、昨年英国で起きた債務連動型運用(LDI)ショックのような状況を日本の年金基金・保険会社に引き起こす懸念もある。日本の年金基金と保険会社の保有資産における日本国債比率は高いが、大きな違いがいくつかある。日本の年金基金・保険会社はLDI戦略を採用しておらず、バランスシートの管理のためにレバレッジの高いデリバティブ取引を利用する動機がない。従って、同様のショックが日本で起きる可能性は極めて低いように思われる。

図表4 – 金融機関における日本国債の保有比率
(全資産に占める割合、%)

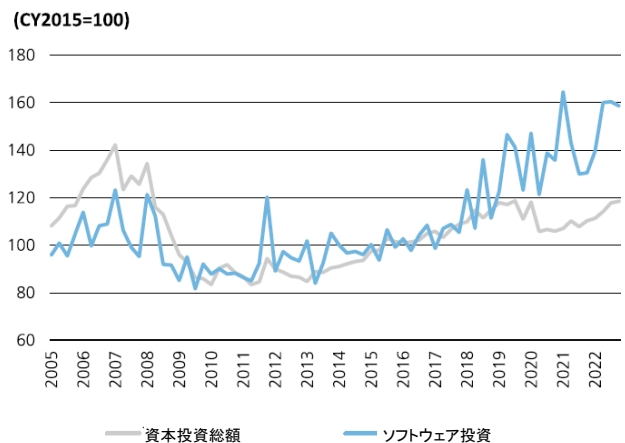


出所: 日本銀行、UBS

「キシダノミクス」が企業投資を加速

岸田首相は、新型コロナとの戦いから、より平等な所得分配を通じた経済成長加速を狙いとした「新しい資本主義」のテーマへと優先政策を切り替えてきた。この取り組みの一環として、岸田内閣は経済安全保障、デジタル化、グリーントランスフォーメーション、および資本資源への投資に焦点を置いている。政府の支援を受けて、各企業は今後数年でこうした分野への投資を増やす可能性が高いと考える。

図表5 – ソフトウェア投資は上昇傾向か？



出所: 財務省、UBS

経済安全保障における主な政策分野は、エネルギー、食料、サイバーである。岸田政権は液化天然ガスの安定供給、省エネ技術の促進、原子力発電所の再稼働による再生可能エネルギーの推進を試みると思われる。食料安全保障に関しては、政府はカロリーベースでの食料自給率を38%から45%に高めることを目指している。

サイバーセキュリティ関連では、岸田首相は防衛費を5年間で1.5倍超に増額することを求めている。政府はまた、リショアリング(海外製造拠点の国内回帰)投資のほか、世界各国と協調的な投資の支援も行うだろう。国内の深刻な労働力不足により、デジタル化と資本資源へのさらなる企業投資が促進される可能性もある。女性と高齢者の労働参加率が現時点で高水準にあるなか、各企業は人工知能(AI)やオートメーションなどの生産性向上技術に関連した設備投資のほか、リスクリングなどの人材開発を加速させる見通しだ。

市場への示唆

株式: 銀行セクターをめぐる不安感から東証株価指数(TOPIX)は3月中旬に下落したが、その後は3月上旬の水準を回復している。

我々はグローバル投資戦略において日本株式の投資推奨を中立としており、下方リスクは限定的とみている。その理由として、1) 日本の銀行は強固な資本を有している、2) 他の先進国と比べると株価バリュエーションは比較的割安である(予想PERは、S&P500が17.5倍であるのに対し、日経平均株価指数では15.9倍)、3) 3月の年度末を過ぎれば自社株買いの活発化や増配が出始める、4) 中国経済の回復期待と中国からの訪日観光客の増加が追い風となること、などが挙げられる。

特に、日本経済再開の恩恵を受ける銘柄について明るい見通しを維持している。入国制限が完全撤廃されたのに続き、中国経済が再開され、それに円安も加わって、訪日観光客の回復を大きく促すだろう。また日本の銀行株は、最近売られたことで、短期的な投資機会が生じている。PBRは足元で0.5~0.6倍で推移しており、バランスシートの流動性は膨大な個人預金に支えられている。また、日銀がイールドカーブ・コントロールを撤廃すれ

日本経済

ば、銀行はその恩恵を受ける。撤廃は年内に行われると我々はみている。

金利: 10年国債利回りは4-6月期から7-9月期にかけて0.5%近辺で推移し、その後年末までに0.8%に上昇するとみている。これは米10年国債利回り3.25%に整合する水準だ。日銀は、イールドカーブ・コントロール撤廃後も国債の買い入れペースを加速することで、10年債利回りの上昇を抑えようとするだろう。

為替: 米国の金融政策引き締めの影響が経済活動に遅れて現れ、米国の景気とインフレは2023年後半も減速し、ドル円に下押し圧力を及ぼすものと予想する。植田新日銀総裁が2023年後半にイールドカーブ・コントロールを撤廃すれば、円に上昇圧力がかかるだろう。

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。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

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、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 2.20% (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・マネジメント株式会社 2023 すべての権利を留保します。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