

緊急事態宣言解除で持ち直しに転じる国内景気

～感染第2波への警戒などから順調な回復は期待薄～

南 武志

要旨

新型コロナウイルス感染症の新規感染者数が落ち着いてきたことで、5月25日には緊急事態宣言が全面解除されたほか、主要各国でも外出制限などの緩和を開始、内外の経済活動が再稼働されつつある。しかしながら、大きく落ち込んだ内外景気の持ち直しテンポは緩慢で、経済水準がコロナ前に戻るまでには相当の時間がかかると見込まれ、年度下期にかけて厳しい状態が続くだろう。

政府は規模32兆円の第2次補正予算を編成、成立させたほか、日本銀行も新型コロナ特別プログラムの総枠を110兆円に拡充するなど、景気支援に注力している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2020年			2021年	
		6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.045	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0530	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
国債利回り	20年債 (%)	0.385	0.15～0.45	0.15～0.45	0.20～0.50	0.20～0.50
	10年債 (%)	0.005	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債 (%)	-0.115	-0.25～-0.05	-0.25～-0.05	-0.20～0.00	-0.20～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	107.0	100～115	105～120	105～120	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	119.9	110～125	110～125	110～125	110～125
日経平均株価 (円)		22,437	23,000±2,000	23,000±3,000	23,500±3,000	24,000±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

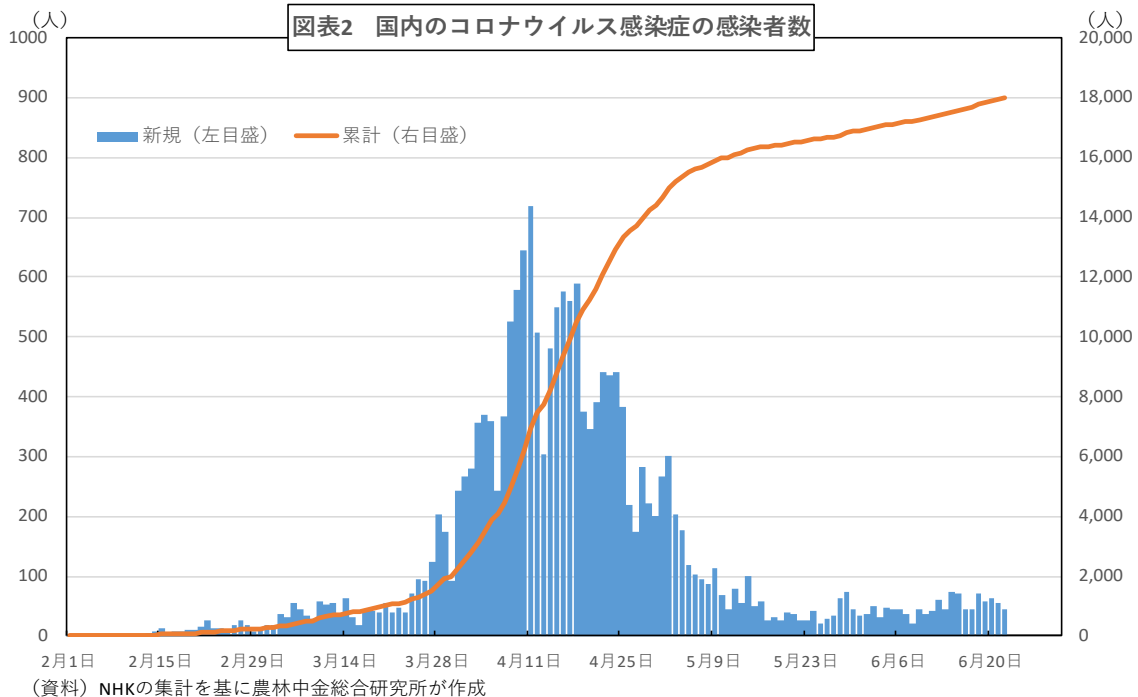
(注)実績は2020年6月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

自粛要請などが段階的に緩和

5月14日以降、新型コロナウイルス感染症の感染拡大リスクが小さい地域から順次、緊急事態宣言の解除が始まったが、25日には残りの4都道県に対しても解除された。同宣言の全面解除後、政府の「基本的対処方針」に基づき、外出の自粛や店舗の休業などの要請が段階的に緩和されてきたが、6月19日には県境をまたぐ移動が解禁されたほか、ライブハウス、ナイトクラブへの営業自粛も解除、プロスポーツ(無観客)も興行が可能となった。需要の蒸発に見舞われるなど、極めて厳しい状況が続いた観光関連業や娯楽業などにはようやく光明が差し込んだといえるが、「3密」を回避する新たな対応が求められるほか、感染第2波への懸念も残るだけに「コロナ前」の需要水準を回復する時期を見通せる状況にはない。

なお、国内の新規感染者数はひところに比べるとだいぶ落ち

着いており、医療崩壊を招くような水準ではないが、終息しつつあるとは言い難い。



総額 31.9 兆円の第 2 次補正予算が成立

「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」は総枠 110 兆円へ拡大

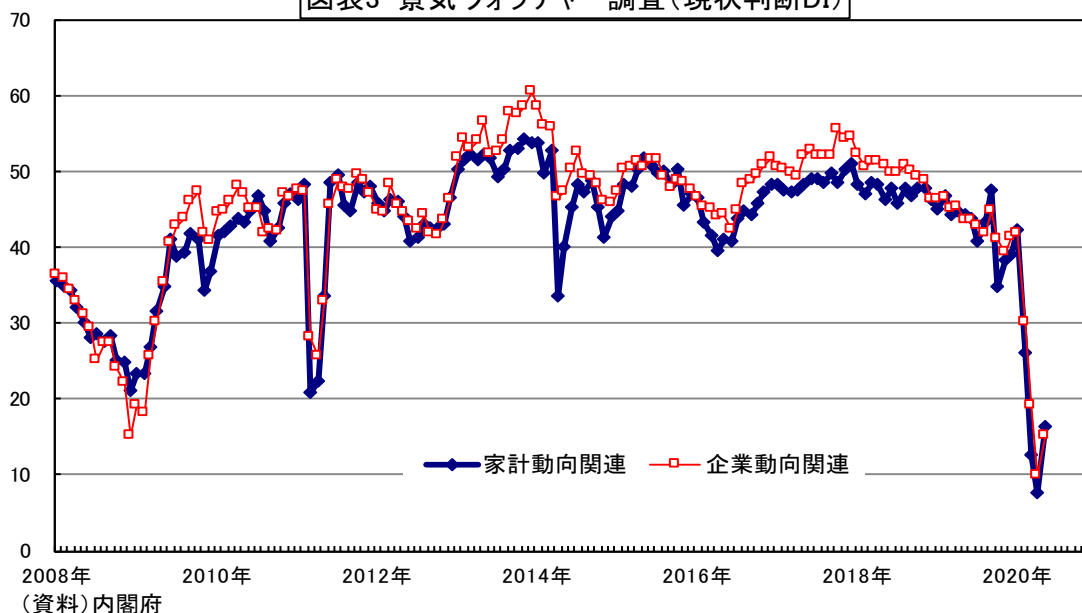
コロナ禍への対応として、政府は 19 年度補正予算（総額 3.2 兆円）、20 年度第 1 次補正予算（総額 25.7 兆円）に続き、第 2 次補正予算案を編成、6 月 12 日には国会で成立した。歳出総額は 31 兆 9,114 億円で、このうちの 31 兆 8,171 億円は新型コロナウイルス対策費となっている。内容は、①雇用調整助成金の拡充等（4,519 億円）、②資金繰り対応の強化（11 兆 6,390 億円）、③家賃支援給付金の創設（2 兆 242 億円）、④医療提供体制等の強化（2 兆 9,892 億円）、⑤その他の支援（4 兆 7,127 億円、新型コロナウイルス感染症対応地方創生臨時交付金の拡充（2 兆円）、低所得のひとり親世帯への追加的な給付（1,365 億円）、持続化給付金の対応強化（1 兆 9,400 億円）、その他（6,363 億円）、⑥新型コロナウイルス感染症対策予備費（10 兆円）、である。

日本銀行もまた、企業金融支援に万全を期するなど、手厚い対策を打ってきた。6 月 15～16 日に開催された金融政策決定会合では、金融政策自体は現状維持であったが、政府が実質無利子・無担保の融資枠を拡大（約 28 兆円）したことや特別オペのオペ先の倍増などに合わせ、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の総枠を 75 兆円から 110 兆円（内訳は、CP・

社債等の買入れ（上限 20 兆円）、新型コロナ対応特別オペ（約 90 兆円、5 月に決定した新たな資金供給手段を含む）へ拡大した。黒田総裁は、今後の情勢次第ではさらに拡充する意向を示している。

後述の通り、20 年度入り後の消費者物価（コア）は下落に転じているほか、これまで重視してきた「物価のモメンタム」も一旦損なわれたとの認識を示しているが、目下の最優先課題は企業倒産・失業の大量発生を防ぐべく、企業金融支援に注力することであるため、物価下落の阻止を目的とした新たな政策発動はないと思われる。

図表3 景気ウォッチャー調査（現状判断DI）



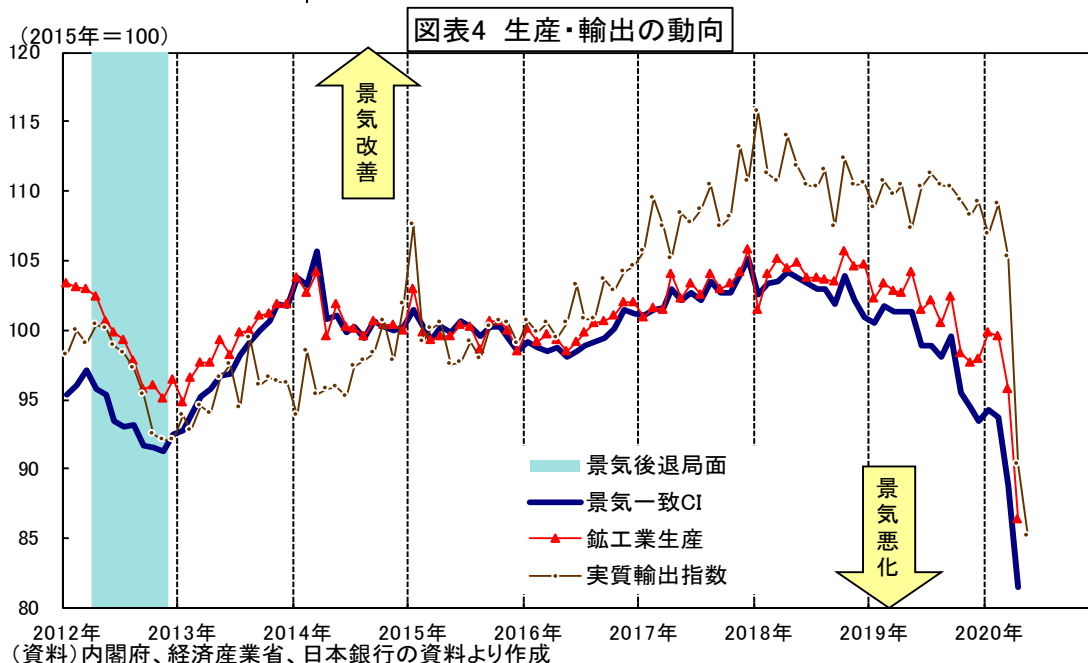
ソフトデータは持ち直しが、ハードデータは本格的に悪化

以下では、主要な月次経済指標を確認したい。冒頭でも触れたとおり、5 月下旬以降は徐々に経済活動を復元する動きが始まったこともあり、これまで急激な悪化を示してきた景況感などのいわゆる「ソフトデータ」に持ち直しもみられる。5 月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断 DI（方向性）は前月から+7.6 ポイントの 15.5 であった。構成する家計動向関連 DI は 16.4、企業動向関連 DI は 15.0、雇用関連 DI は 10.7 と、いずれも改善に転じた。さらに、景気の先行き判断 DI も前月から+20.6 ポイントの 36.5 へ改善した。

一方で、ハードデータ（生産・機械受注など）にはコロナ禍の影響が本格的に出ている。4 月の鉱工業生産は自動車工業（前月比▲36.6%）、鉄鋼・非鉄金属工業（同▲15.0%）などの大

幅減産によって前月比▲9.8%と3ヶ月連続での低下となった。5月分の製造工業生産予測指数（予測誤差補正後の最頻値）は同▲5.7%と、一段と落ち込む可能性がある。また、4月の機械受注からも、代表的な「船舶・電力を除く民需」が同▲12.0%の大幅減となった。特に、非製造業（除く船舶・電力）では同▲20.2%と、現行統計開始以来の落ち込みを記録した。

また、5月の貿易統計を基に日銀が試算した実質輸出指数は同▲5.8%と、大幅低下だった4月（同▲14.1%）からさらに低下、09年9月以来の低水準であった。欧米主要国で都市封鎖など外出制限が徐々に解除され、経済活動が再稼働を始めた時期であったが、貿易の収縮が続いていた様子が確認できた。



総じて悪化傾向の販売統計

また、消費関連指標もまた弱い。GDP 統計上の民間消費に近い消費総合指数（内閣府）の4月分は前月比▲5.6%と3ヶ月連続の低下で、コロナ前の1月の水準から累計で1割弱の落ち込みとなった。5月の消費関連指標も総じて悪化が続いている。「巣ごもり消費」によって食料品が好調だったことから全国スーパー売上高は前年比1.3%（店舗調整後）と2ヶ月ぶりの増加となったが、中旬まで一部を除き臨時休業を余儀なくされた百貨店売上高は同▲65.6%（店舗数調整後）と、4月（同▲72.8%）に続き、大幅な減少を記録した。全国コンビニエンスストア売上高（既存店ベース）も、オフィス街や観光地の店舗が不振で、全体でも前年比▲10.0%（既存店ベース）と、4月

**経済見通し：4～6
月期は過去最大級の
落ち込み、20年
度は6年ぶりのマ
イナス成長へ**

（同▲10.6％）に続き、二桁減であった。さらに、乗用車販売台数（軽を含む）は前年比▲46.7％へ減少幅が拡大、水準的にも東日本大震災直後（11年4月）に迫る落ち込みとなった。

経済活動の再開により、5月下旬以降は徐々に客足が戻っていることから、5月が当面の大底とみられるものの、サービス消費を中心に低調な状況が長引く可能性は否定できない。

さて、1～3月期の法人企業統計季報では、設備投資額（ソフトウェアを含む、金融・保険業を除く）が前期比6.7％と3四半期ぶりの増加となったことから、GDP第2次速報（2次QE）における民間企業設備投資（実質）は同1.9％に上方修正された。経済成長率についても同年率▲2.2％へ上方改訂されたものの、2四半期連続のマイナス成長に変わらなかった。なお、法季については新型コロナの影響もあり、回収率が61.4％と、前回より10ポイント以上も低く、実勢よりも強めに出た可能性が指摘されている。そのため、財務省は調査票の締め切りを延長、7月27日に確報を公表する予定である。それを受けて内閣府では2次QE（改定値）を8月3日に公表する予定だ。

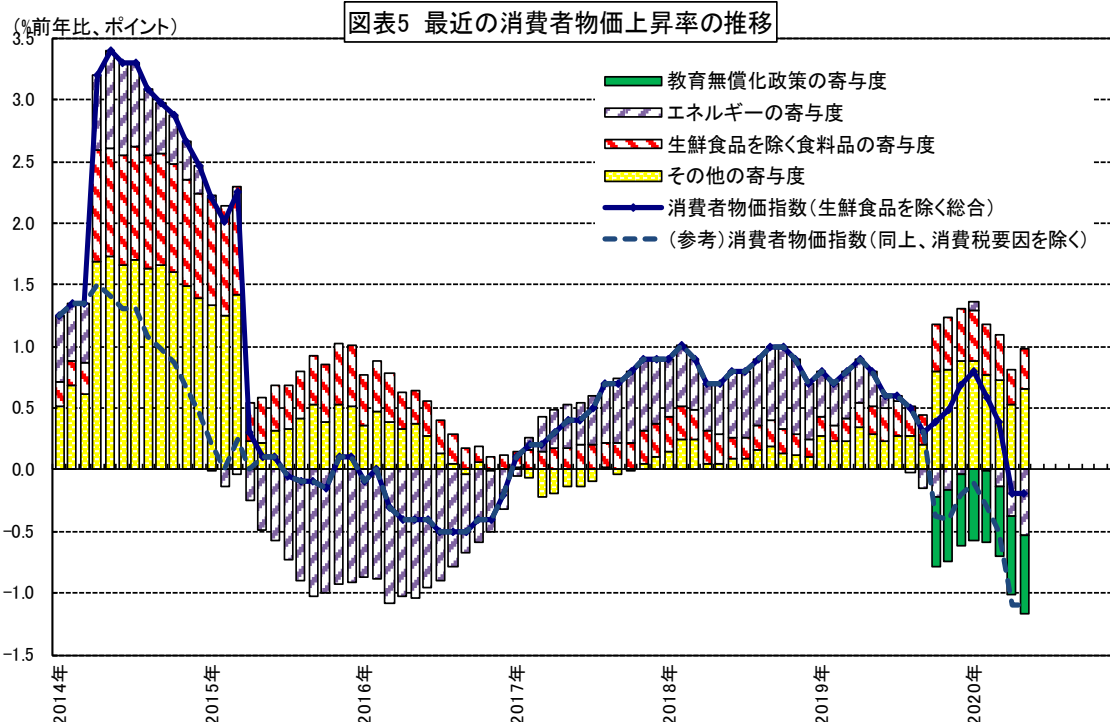
当総研では、2次QEの発表後に経済見通しの改訂を行った。足元4～6月期は緊急事態宣言に伴って家計消費や企業活動が大きく抑制されたことで、年率▲20％近い過去最大級のマイナス成長が見込まれる。ただし、5月時点の見通しと同様、新型コロナの感染拡大は20年後半には収束に向かうことを前提としており、7～9月期には一定のリバウンドを見込んでいる。とはいえ、「新しい生活様式」を実践すれば、需要回復には限界があるほか、感染第2波への警戒から冬場には活動制限が再び強められる可能性もある。20年度内の持ち直しのテンポは緩慢なままと想定され、年度を通じても▲5.0％成長と6年ぶりのマイナスが見込まれる（詳細は後掲レポート「2020～21年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照のこと）。

なお、経済開発協力機構（OECD）が6月に公表した最新の経済見通しでは、このまま感染が収束に向かうケースと20年末にかけて感染第2波が襲来するケースの2つの見通しを並列的に示した。前者は20、21年の世界経済の成長率を▲6.0％、5.2％、後者は同じく▲7.6％、2.8％としている。しかし、前者のケースでも、コロナ前のGDP水準は21年末でも到達しないとするなど、厳しい内容といえる。

物価動向：エネルギー安で下落継続

5月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比▲0.2%と、2ヶ月連続の下落となった。これまでの原油安に伴うエネルギーの下落に加え、教育無償化政策が主な押し下げ要因であった。一方、コロナ禍に伴って需給バランスが大きく崩れているが、その影響はまだ限定的であった。

緊急事態宣言の解除に伴って消費行動に持ち直す動きもみられるほか、幼児教育無償化の影響が10月には一巡することもあるが、「新しい生活様式」を踏まえれば、消費回復の程度には限界があること、さらに、家計の所得環境は年度下期にかけて厳しさを増していくことから、20年度内は物価下落状態が継続する可能性があるだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

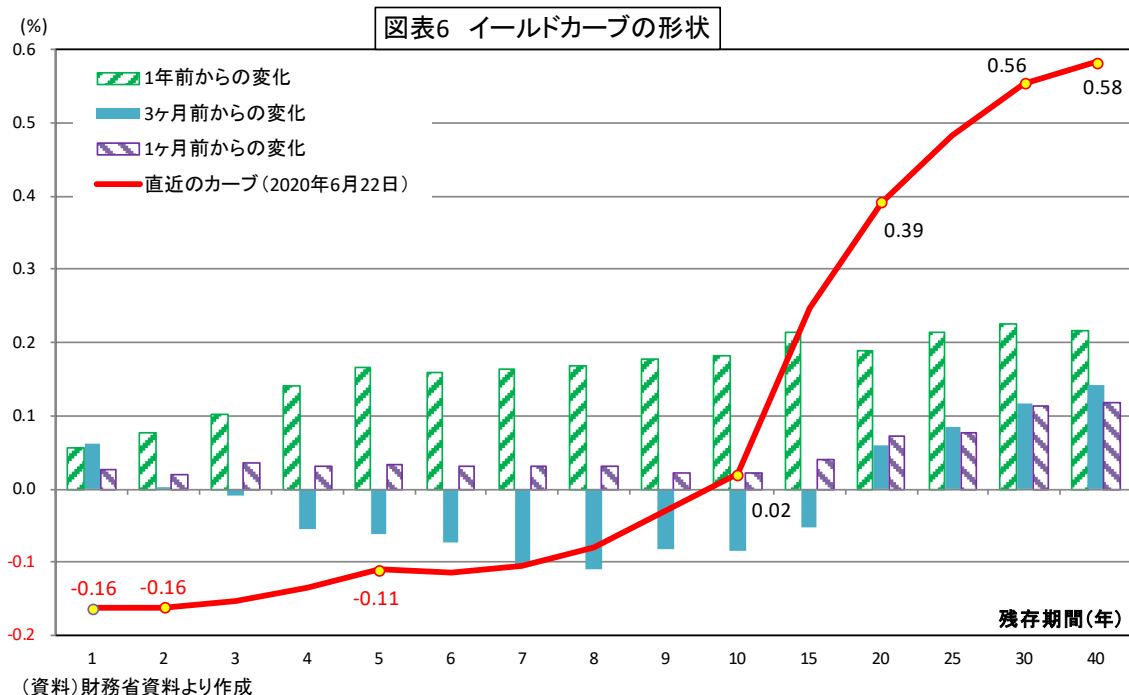
新型コロナがパンデミック化したことを受けて、3月中旬にかけて内外の金融資本市場は大荒れとなった。その後、主要国の政府・中銀が大規模な対策を打ち出したこともあり、3月下旬以降、市場は概ね落ち着いた動きを続けている。最近では景気回復への期待と感染第2波襲来への警戒が交錯する場面もみられる。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

10 年ゾーンはゼロ%近傍での推移

① 債券市場

債券市場は、2 月下旬から 3 月中旬にかけてコロナ禍の影響を巡って金利が乱高下するなど、パニック的な動きも散見されたが、日銀を含む主要国中銀による潤沢な資金供給や国債買入れの増額などもあり、3 月下旬以降の長期金利（新発 10 年物国債利回り）は操作目標であるゼロ%近傍での展開が続いている。なお、日銀は 4 月の金融政策決定会合において、長期国債の買入れペースについての上限を撤廃し、「10 年ゼロ%」の操作目標を達成するために必要なだけ買い入れることとしている。ちなみに、最近の日銀保有国債の年間増加ペースは 14 兆円程度である。



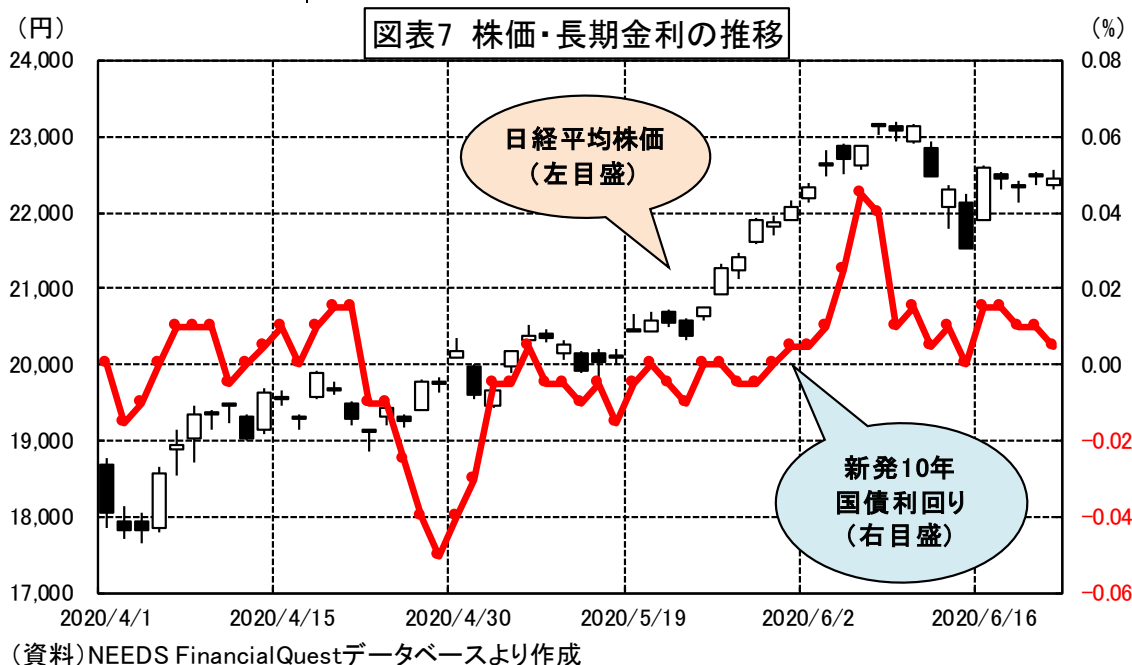
国債増発の開始に伴い、超長期ゾーンに上昇圧力も

一方、7 月からは政府の新型コロナ対策に伴う国債増発が始まる。これまで 2 度の大型補正予算のほとんどが国債発行で賄われることになっており、当初予算に比べて、建設国債が 9 兆 2,990 億円、特例国債が 22 兆 6,124 億円、それぞれ追加発行される。この結果、20 年度の新規国債発行額は 90 兆 1,589 億円（当初予算では 32 兆 5,562 億円）に、そして財投債も 54 兆 2,000 億円（同じく 12 兆円）という空前絶後の水準にまで膨んだ。

年限ごとの入札額については、40 年債は 5,000 億円（当初と変わらず）、30 年債は 7 月から 9,000 億円（当初比+2,000 億円）、20 年債は 7 月から 1 兆 2,000 億円（同+3,000 億円）、

10年債は7月から2兆6,000億円（当初比+5,000億円）、5年債は7月から2兆5,000億円（同+6,000億円）、2年債は7月から3兆円（同+1兆円）へ、それぞれ増額される（逆に、10年物価連動は毎回2,000億円へ当初比半減となる）。なお、20年度は納税猶予や景気悪化によって歳入欠陥に陥ることは確実であり、国債発行はさらに膨らむことは必至である。

こうした国債増発によって、今後、内外経済が持ち直していくとともに金利上昇圧力が強まるものと思われる。もちろん、日銀の国債買入れ方針により、長期金利はゼロ%近傍で推移するような操作がされると思われるが、超長期ゾーンについてはある程度上昇することは不可避であろう。



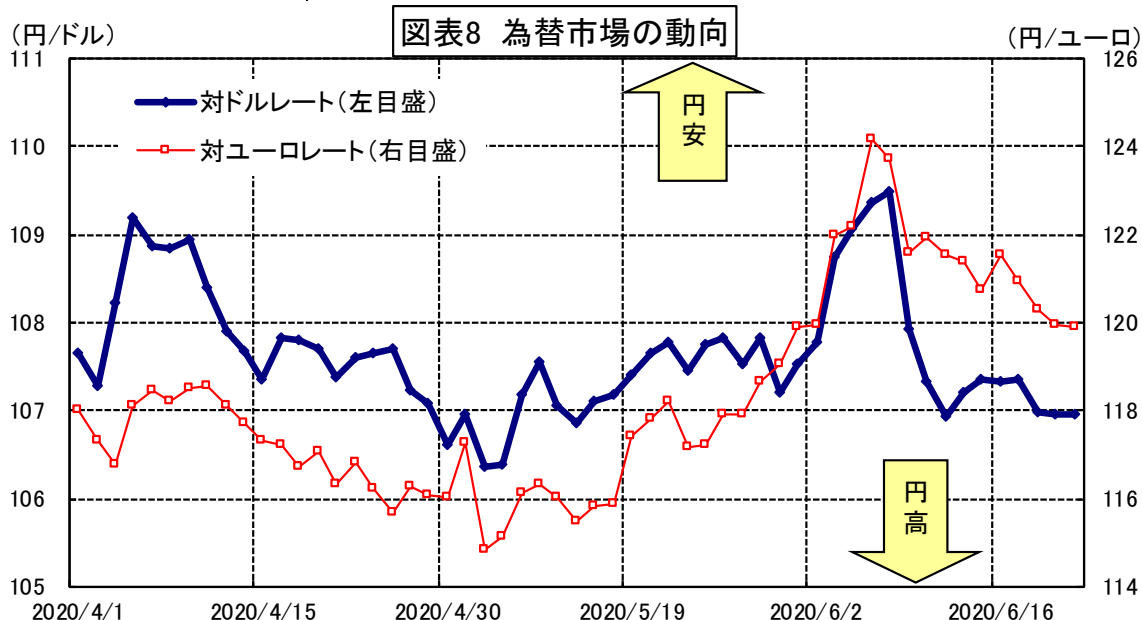
感染拡大の懸念が払拭されるまで本格的な株価回復は難しい

② 株式市場

2月下旬以降、新型コロナの感染拡大への警戒感から、世界経済の先行き懸念が強まった結果、株価は暴落、日経平均株価は一時16,000円台まで下落した。3月下旬以降は、主要国政府・中銀による大胆な景気下支え策が打ち出され、大量の流動性が供給されたことなどが好感され、持ち直しに転じた。5月下旬から6月上旬にかけては、世界的に経済活動が再開され、景気回復期待が強まったことから、23,000円台を回復した。しかし、感染第2波への警戒も根強く、その後は一旦調整、直近は上値の重い展開となっている。

市場の期待とは裏腹に、内外の政策担当者は経済活動の再開

は慎重に行う意向であるため、V字回復の可能性は薄いのが現実であろう。それゆえ、ワクチンや特効薬が開発されない限り、株価が上昇傾向をたどるのは難しいだろう



底入れ後はドル高 気味の展開を予想

ユーロ安気味の展 開を予想

③ 外国為替市場

新型コロナの世界規模での感染拡大により、リスクオフが強まり円高が進行、3月9日には一時1ドル=101円台となった。一方、世界的に株価が暴落した結果、「有事のドル」需要が著しく高まり、3月下旬には110円台を回復するなど、対ドルレートはボラタイルな展開が続いた。なお、3月下旬以降は落ち着きを取り戻したほか、主要国の財政支援や金融緩和措置がほぼ出揃ってきたこともあり、4月中旬から5月下旬にかけては107円前後での方向感の乏しい展開が続いた。6月上旬には米国経済のV字回復期待からドル高が進む場面もあったが、その後は直近に至るまで再び107円前後で推移している。

先行きについては、日米両国ともに金融政策面では実効性のある追加措置の余地が小さくなっているものの、コロナ後の景気回復テンポは米国の方が相対的に早いと考えられることから、ドル高気味の展開が予想される。

対ユーロレートについては、5月には欧州各国でも都市封鎖など新型コロナの感染拡大抑制のための制限が段階的に解除、経済活動の再稼働が始まり、徐々にユーロ高が進行、6月上旬には一時1ユーロ=124円台となった。しかし、その後は感染

第2波への警戒が高まるなど、リスクオフが強まり、ユーロ高が修正された。

なお、欧州中央銀行（ECB）は、6月の政策委員会にて3月に導入した7,500億ユーロ規模の「パンデミック緊急購入プログラム（PEPP）」をさらに6,000億ユーロ増額し、少なくとも21年6月まで継続することを決定した。一方、欧州連合（EU）の欧州委員会が提案した7,500億ユーロの新型コロナ復興基金案については、5,000億ユーロ分の補助金の規模を巡って首脳間での意見相違もあり、発足が遅れる模様だ。

先行きについては、日欧とも景気回復のテンポの鈍い状態が続き、一段の金融緩和措置への思惑が残るとみられ、方向感の乏しい展開を予想する。

(20.6.23 現在)