国内経済金融

国内景気は5月を谷として持ち直しに転じた可能性

～感染再拡大への警戒から回復テンポは当面鈍い～

南　武志

要旨

5月25日には緊急事態宣言が全面解除されたほか、主要各国でも外出規制などが緩和されるなど、内外で経済活動が再開された。政府は感染拡大防止と社会経済活動の両立を進めていく方針であるが、都市部を中心に新型コロナウイルス感染症の感染再拡大がみられており、持ち直しは順調とはいいがたい。需要不足の状態が長期化すれば、年度下期にかけて企業倒産や失業の発生が続く可能性が高まると思われる。

これまで政府はコロナ対策として大規模な財政出動を行ってきたが、7月からは国債増発が始まった。これを受けて長期金利は超長期ゾーンで高止まりしている。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目 ＼ 年／月			2020年 7月（実績）	2020年 9月（予想）	2020年 12月（予想）	2021年 3月（予想）	2021年 6月（予想）
無担保コールレート翌日物		(%)	−0.028	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
TIBORユーロ円（3M）		(%)	−0.0650	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00	−0.10～0.00
国債利回り	20年債	(%)	0.405	0.15～0.50	0.15～0.50	0.20～0.50	0.20～0.50
	10年債	(%)	0.010	−0.10～0.10	−0.10～0.10	−0.10～0.15	−0.10～0.15
	5年債	(%)	−0.125	−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)	106.9	100～115	105～120	105～120	105～120
	対ユーロ	(円/ユーロ)	123.2	110～125	110～125	110～125	110～125
日経平均株価		(円)	22,751	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7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。

再び増加に転じた新型コロナの新規感染者数

新型コロナウイルス感染症の感染拡大に伴って政府が発令した緊急事態宣言は5月下旬までには全て解除され、それ以降は「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。6月19日からはイベント開催制限の人数制限が上限100人から同1,000人へ、7月10日以降はさらに同5,000人へと引き上げられたほか、県をまたぐ移動等も徐々に緩和された。こうした中、7月22日には約1.3兆円規模（うち、旅行・宿泊割引や地域共通クーポンに約1.1兆円を割り当て）のGoToトラベルキャンペーンが開始され、コロナ禍で厳しい状況に追い込まれている観光関連産業や運輸業などからの期待が集まっている。

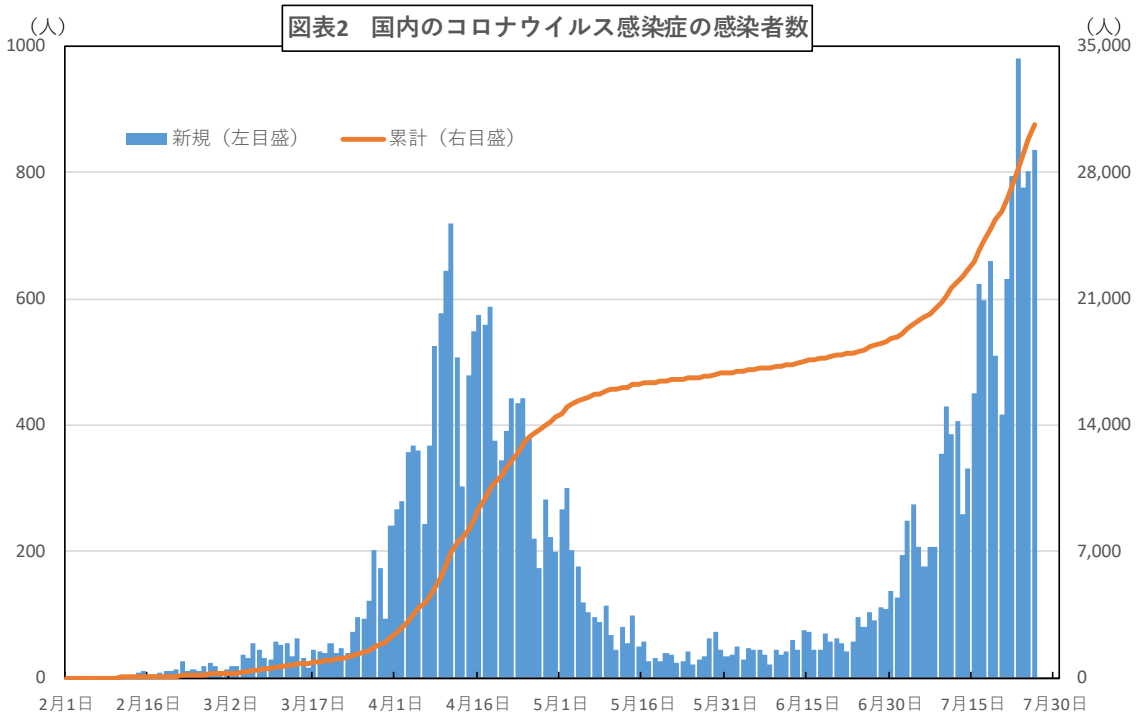
一方、東京など大都市部を中心に新規感染者数が再び増加傾向となるなど、依然として収束に向かっているとはいいがたい

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

状況であり、GoTo トラベルキャンペーンは時期尚早との批判も高まった。結局、当面は東京都を発着とするものを除外し、当初は補償しないとしたキャンセル料について一転、事業費から捻出することを決定するなど、政策運営に混乱も起きている。

なお、政府は最近の感染者数増加に警戒を示しつつも、重症者は少なく、医療崩壊が起きる状況にはないと判断しており、引き続き、感染拡大防止と社会経済活動の両立を進めていく方針である。ただし、今後とも感染者数が増加傾向をたどれば、医療現場が逼迫する可能性は高い。

図表2　国内のコロナウイルス感染症の感染者数



（資料）NHKの集計を基に農林中金総合研究所が作成

トーンダウンした財政健全化

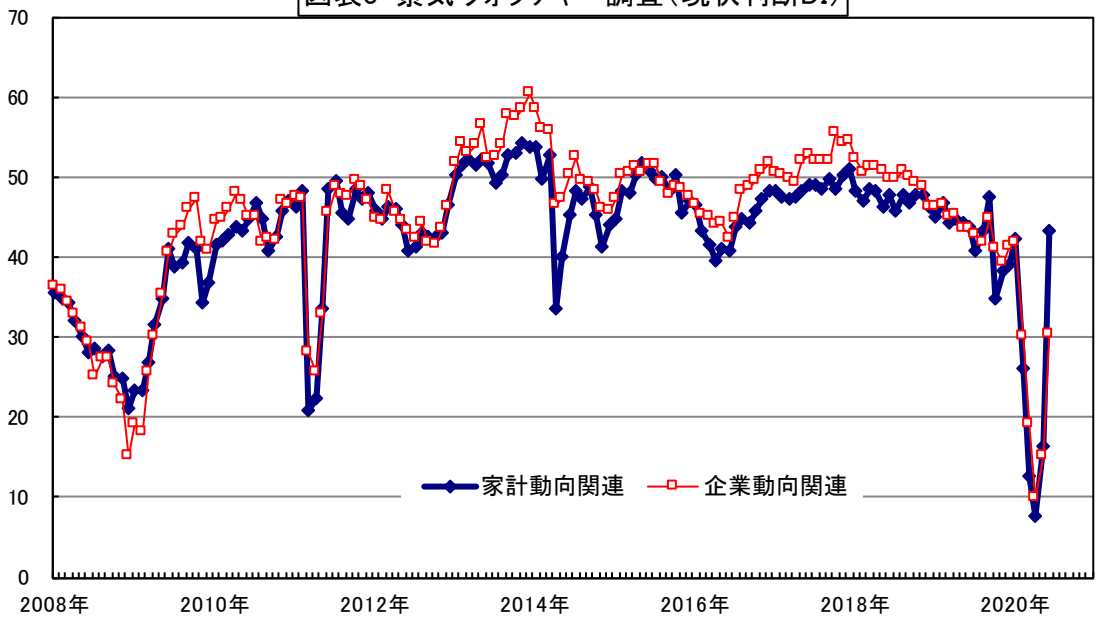
こうしたなか、7 月 17 日には「経済財政運営の基本方針 2020（骨太方針 2020）」と「成長戦略実行計画」が閣議決定された。このうち、骨太方針 2020 では、コロナ禍を乗り切るための「新たな日常」構築の原動力として、デジタル化への集中投資・実装とその環境整備を大きな柱と位置付けている。さらに、もう一つの柱として多発する自然災害への備えとして国土強靭化や防災・減災を取り上げた。一方で、20 年度までに基礎的財政収支（PB）の黒字化を目指すとしてきた財政健全化目標に関する具体的な言及は見送られた。麻生財務相は、現在の財政健全化目標を直ちに見直す必要があるとは考えない旨の発言をしているが、財政規律の柱ともいえる財政運営の中長期的な目標

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

が消えたことの意味合いは決して小さくはないだろう。

新型コロナの収束が見通せず、需要不足状態が当面続くとみられることから、機動的な財政政策で国民経済をしっかり支える必要があることは言うまでもないが、社会保障制度を含めた歳出歳入改革についても着実に進めていくべきであろう。

図表3 景気ウォッチャー調査（現状判断DI）



（資料）内閣府

国内景気は5月を底に回復に転じた可能性

以下では、主要な月次経済指標を確認したい。5 月下旬に緊急事態宣言が解除されて以降、経済活動を再開させる動きが始まったことから、既に改善が始まっていた景況感などの「ソフトデータ」に追随する格好で、実体経済の動きを示す「ハードデータ」にも持ち直すものが出始めた。実際、国内景気は 5 月を谷として回復に転じた可能性が高いと思われる。とはいえ、戻りは鈍いなど、回復テンポの緩慢さは否めない。

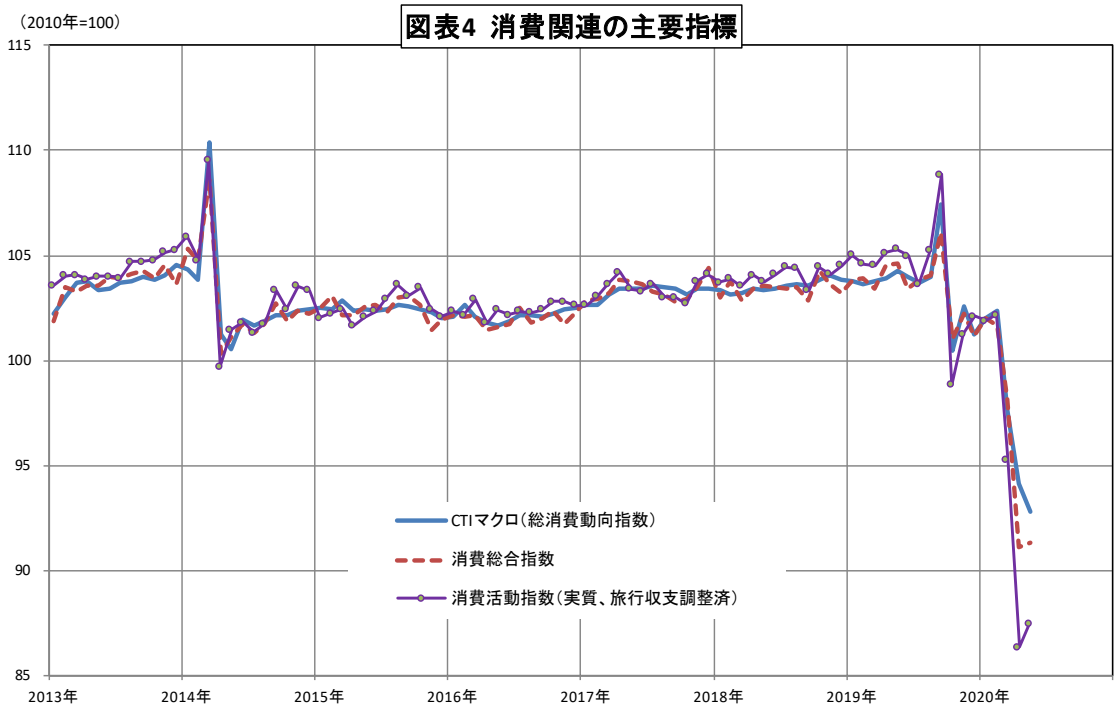
6 月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断 DI（方向性）は前月から+23.3 ポイントの 38.8 となり、新型コロナの影響が出始めた 2 月（27.4）を上回った。また、景気の先行き判断 DI も前月から+6.8 ポイントの 44.0 へ改善するなど、「コロナ前（12 月：45.5、1 月：41.8）」の水準まで戻っている。今春にかけて発生した需要蒸発からの回復に大いに期待している様子がうかがえる。

また、一部のハードデータにも海外での外出規制や国内の自粛要請の緩和の影響が出ていることが見て取れる。6 月の貿易

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

統計を基に日銀が試算した実質輸出指数は前月比 1.6%と、小幅とはいえ4ヶ月ぶりの上昇となった。ただし、「コロナ前」の水準を2割超も下回っていることも確かである。

図表4 消費関連の主要指標



(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行の各指標を用いて農林中金総合研究所が作成

販売統計に持ち直しの動き

消費関連指標にも底入れの動きがみられた。GDP 統計上の民間消費に近い消費総合指数（内閣府）の5月分は前年比こそ二桁減となっているが、前月比では 0.2%と微増ながらも、4 ヶ月ぶりの上昇に転じた。

さらに業界団体が発表した6月の販売統計でも、百貨店、コンビニエンスストアの売上は前年比では大幅減ながらも、マイナス幅の縮小が確認された。4月(同▲72.8%)、5月(▲65.6%)と激減した全国百貨店売上高（店舗数調整後）は6月には同▲19.1%まで減少率が縮小した。全国コンビニエンスストア売上高(既存店ベース)も4、5月は前年比二桁減(それぞれ▲10.6%、▲10.0%)で推移したが、6月は同▲5.2%の減少にとどまった。

一方、全国スーパー売上高は底堅かった。外出自粛要請は解除されたが、引き続き外食を控える傾向が強く、食料品が好調だったことからは前年比 3.4%（店舗調整後）と2ヶ月連続で増加している。

また、6 月の乗用車販売台数（軽を含む）は前年比▲22.6%と5月（同▲46.7%）から減少幅を大幅に縮小させたほか、前

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

月比も34.0%と持ち直しに転じている。消費税率引上げ後は低調に推移していた白物家電についても、6月の出荷額は9ヶ月ぶりに前年比プラス（5.8%増）に転じた。

冒頭で触れたように、新規感染者数は増加傾向ながらも、イベント開催の人数制限などが徐々に緩和されているほか、GoToキャンペーンの開始などもあり、基調として消費水準は持ち直していくと思われる。しかし、感染拡大防止措置を合わせて実施することから、サービス消費については当面、本格的な回復は期待できそうもない。さらに、7月には九州・中部地方などで豪雨災害が発生しており、景気の持ち直しにも悪影響が出ているとみられる。

経済見通し：4～6月期は年率▲20%程度と、過去最大級の落ち込みへ

足元4～6月期は緊急事態宣言の下で消費や企業活動が大きく抑制されたことから、年率▲20%近い過去最大級のマイナス成長が予想されている。ただし、緊急事態宣言の解除に伴い、経済活動の再開がなされていることから、7～9月期には一定のリバウンドが見込まれている。

なお、新型コロナの感染拡大は20年度下期にかけて収束に向かうことを前提としているものの、「新しい生活様式」を実践すれば、需要回復にはどうしても限界が出てしまうほか、地域によっては感染再拡大への警戒から活動制限が再び強まる可能性も否定できない。それゆえ、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。

物価動向：年度内は下落圧力が継続

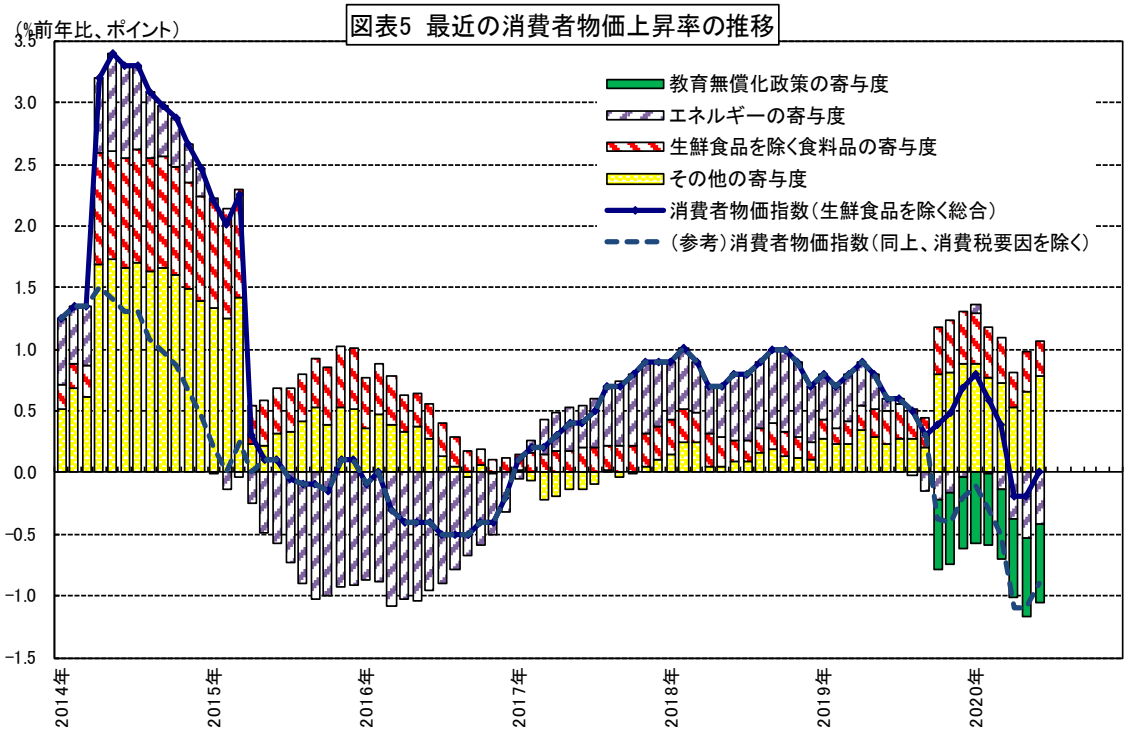
6月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比横ばいと、3ヶ月連続の下落は回避した。19年10月からの教育無償化政策とこれまでの原油安に伴うエネルギーの下落が主な物価押下げ要因であるが、物価下落を食い止めたのはエネルギーの下落幅が縮小していることと携帯電話通信料の値上げであった。一方、前述したとおり、コロナ禍によって消費を取り巻く需給バランスが大きく崩れているが、その影響はまだ限定的である。日銀では、現状では値下げによる需要喚起をやりにくい状況にあるとしている。

既に消費には持ち直しの動きがみられるほか、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、消費の本格的な回復は当面困難で、しばらくは慢性的な需要不足が継続すること、さらに家計の所得環境

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

は年度下期にかけて厳しさを増していくことから、20 年度内は物価下落圧力が継続すると思われる。

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

「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

コロナ禍に対して、日本銀行は金融市場の安定化に加え、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。3 月の金融政策決定会合では、短期政策金利を▲0.1%、10 年国債利回りを 0%±0.2%に誘導するというイールドカーブ・コントロールを達成するために必要なだけ国債を買い入れる方針を示したほか、ETF、J-REIT の買い入れについても、当面、それぞれ年間約 12 兆円、同約 1,800 億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行うこととした（原則的な買い入れ方針は、従来通りそれぞれ年間約 6 兆円、同約 900 億円に相当するペース）。

また、企業の資金繰り支援策については、CP・社債等の買入れ額を上限 20 兆円まで引き上げたほか、約 90 兆円の新型コロナ対応特別オペを導入、両者を合わせて総枠 110 兆円の「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」を創設した。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。

一方、イールドカーブ・コントロール政策における長短政策金利の水準については、これまでのところ変更はない。上述の通り、消費者物価の上昇圧力は乏しく、これまで重視してきた

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

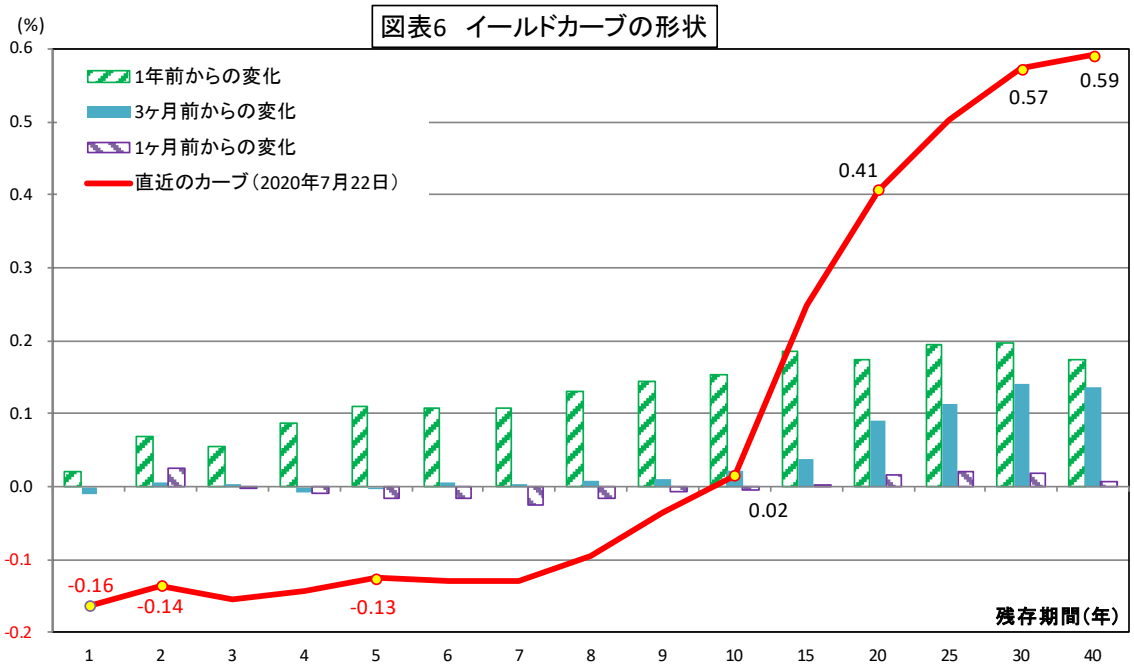
「物価のモメンタム」も一旦損なわれたとの認識を示したものの、目下の最優先課題は企業倒産・失業の大量発生を防ぐべく、企業金融支援に注力することであることから、物価安定目標の達成に向けて新たな政策発動を決定すること当面ないだろう。

展望レポートでは20年度の見通しを下方修正

大方の予想通り、現状維持となった7月15～16日に開催された金融政策決定会合後には、「経済・物価の展望」（展望レポート）が公表された。不確実性・不透明性が極めて高い時期に公表された前回4月は政策委員の見通しをレンジで示す方式が採用されたため、単純な比較はできないものの、20年度については経済・物価見通しともにやや下方修正された。

また、22年度の物価見通し（全国消費者物価（コア））の中央値は前年度比 0.7%であったが、物価安定目標の 2%にはかなり遠く、黒田総裁の2期目の終了までに目標を達成する可能性が低いことが改めて認識させられる内容であった。

図表6　イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

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が、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、同下旬以降の市場は落ち着きを取り戻した。なお、この数ヶ月は景気回復への期待感と感染再拡大への警戒が交錯し、狭いレンジでもみ合う展開が続いている。

以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

考えてみたい。

① 債券市場

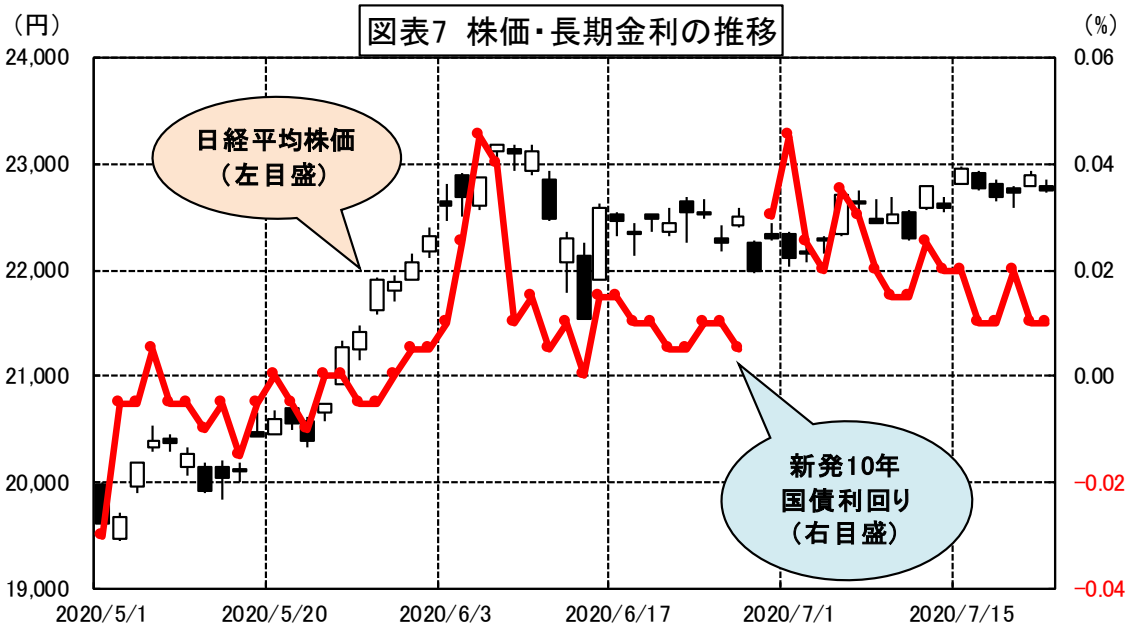
10 年ゾーンはゼロ％近傍での推移

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。また、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たが、最近の日銀保有国債の年間増加ペースは 13 兆円前後で、「コロナ直前」とほとんど変化はない。

国債増発に伴って超長期ゾーンは高めの推移

一方、7 月から政府の新型コロナ対策に伴って国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約 100 兆円）が始まっており、超長期ゾーンには上昇圧力がかかった。今後、内外経済が非常に緩やかとはいえ、持ち直しが継続するのであれば金利上昇圧力が強まるものと思われる。もちろん、上述したような日銀の国債買入れ方針により、10 年ゾーンの金利についてはゼロ％近傍で推移するような操作がされるだろうが、超長期ゾーンは高止まりすることは不可避であろう。

図表7 株価・長期金利の推移



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成（注）6/29の新発10年国債は出合いなし。

② 株式市場

上値の重い展開

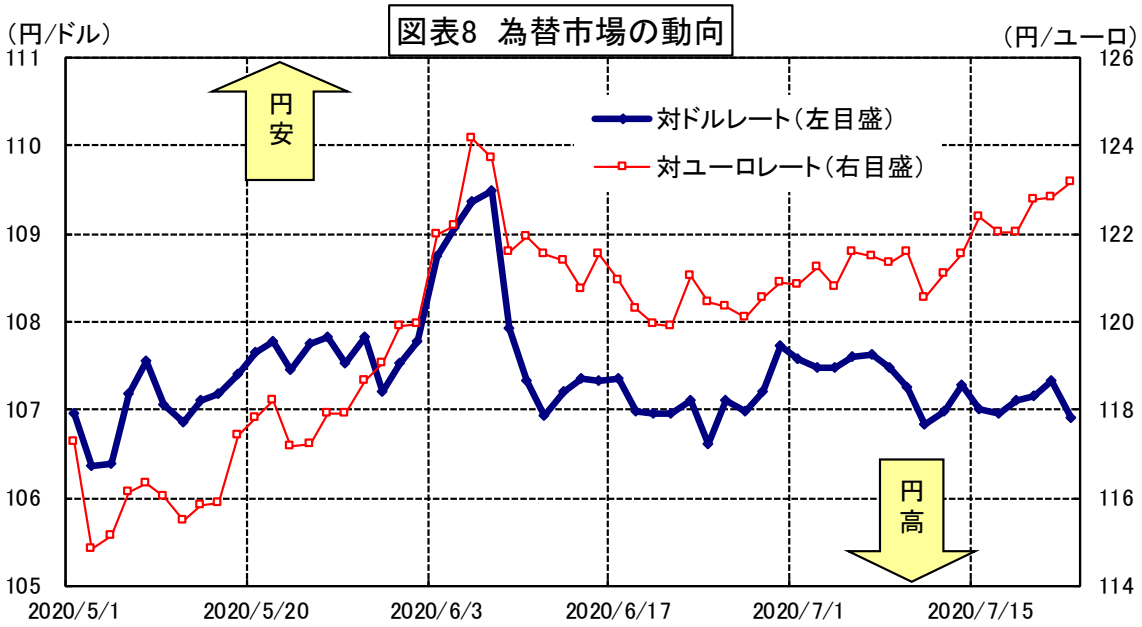
2 月下旬以降、新型コロナの感染拡大への警戒感から、世界

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

的に株価は暴落、日経平均株価も一時 16,000 円台まで下落した。しかし、3 月下旬以降、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、株価は持ち直しに転じた。5 月に入ると内外主要国で経済活動が再開され、景気回復への期待が強まったことから、一時 23,000 円台を回復した。しかし、感染再拡大への警戒も根強く、その後は 23,000 円を手前に上値の重い展開が続いた。

大量の過剰流動性が発生しており、株式市場には消去法的に資金が流入しやすい状況であるが、感染再拡大への懸念もあり、経済がＶ字回復する可能性は薄いのは否めない。ワクチンや特効薬が開発されない限り、株価が本格的な上昇局面入りするのは難しいだろう

図表8 為替市場の動向



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

足元で円高圧力が高まる

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

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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107円前後で推移した。直近は米国での新型コロナ感染再拡大への警戒や米中関係の悪化もあり、7 月下旬には一時 105 円台となるなど、円高圧力が高まった。

先行きについては、日米両国ともに最大限の財政金融政策を採用しており、特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。一方、新型コロナの感染状況や米中摩擦の行方次第では一段と円高圧力が高まる場面も想定しておくべきであろう。

ユーロは方向感の乏しい展開を予想

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。6 月中下旬にかけては感染再拡大への警戒が高まり、ユーロ高が一旦修正されたが、7 月入り後は緩やかなユーロ高の展開が続いた。

一方、補助金の規模を巡って加盟国間の隔たりが大きく、創設が危ぶまれていた総額7,500億ユーロの新型コロナ復興基金については、返済が不要な補助金を 3,900 億ユーロ（残りの3,600億ユーロは低利融資）とすることで21日に合意に達した。20年のユーロ圏経済は他の先進国経済に比べ、落ち込みが激しいとの見通しが多いが、今回の合意はユーロ相場にとっては好材料とみられる。

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。

（20.7.26 現在）

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます