

リバウンド後に足踏みもみられる日本経済

～規制改革に意欲を見せる菅新首相～

南 武志

要旨

5月下旬までに緊急事態宣言が全面解除されたことを受けて経済活動が再開されたため、国内景気は5月には底入れしたとみられる。しかし、内外では新型コロナウイルス感染症が感染再拡大したことが警戒され、持ち直しが一旦足踏みする動きが散見されるなど、先行きの回復が順調であることは期待できそうもない。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、需要不足の状態は長期化するとの予想は根強く、余剰設備を抱えた企業の設備投資は調整色を強める可能性がある。

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ほか、日本銀行とともに企業金融支援を行ってきた。7月からの国債増発を受けて、長期金利は超長期ゾーンを中心に一旦は上昇したものの、最近は落ち着いた動きとなっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2020年		2021年			
	9月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.046	-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 (%)	0.390	0.15～0.50	0.20～0.60	0.20～0.60	0.20～0.60
	10年債 (%)	0.010	-0.10～0.10	-0.10～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債 (%)	-0.120	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00	-0.20～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	104.6	100～115	100～115	100～115	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	123.9	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価 (円)	23,360	23,250±3,000	23,000±3,000	24,000±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9月18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。

アベノミクス路線の継承と規制改革を訴える菅新政権

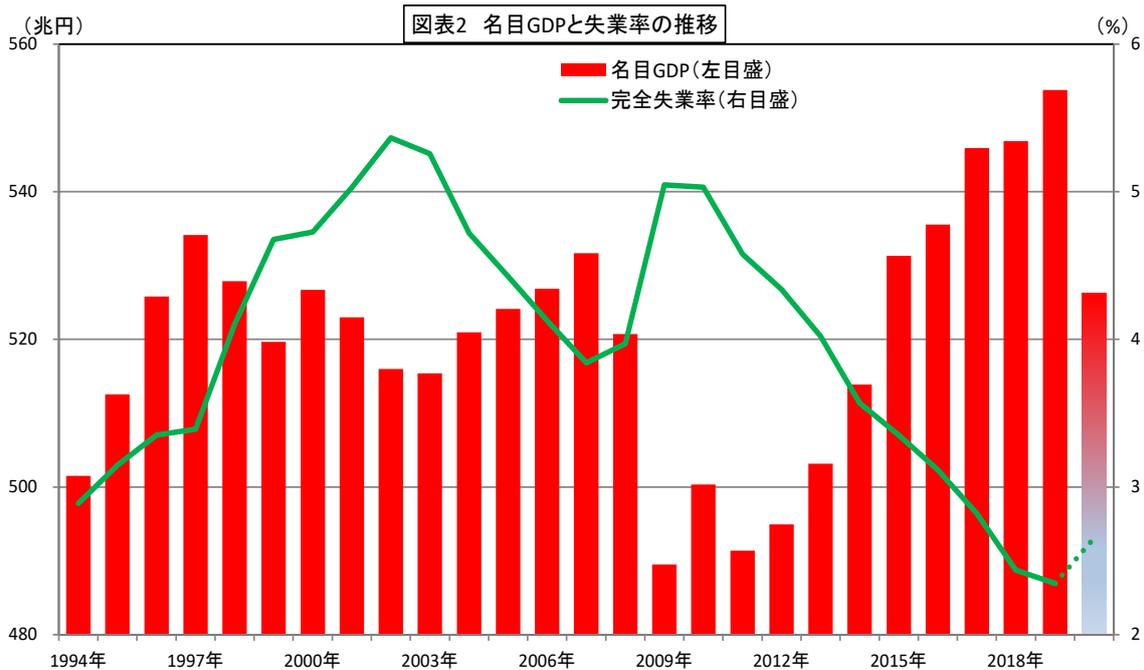
安倍首相が病氣療養を理由に辞任する意向を示したことを受けて、9月16日に召集された臨時国会で菅義偉氏が首相に選出された。菅新首相は、自由民主党の総裁選を通じて、これまで内閣官房長官として支えてきたアベノミクス路線を継承するとともに、規制改革に注力する考えを表明してきた。具体的なテーマとして、携帯電話通信料の引下げ、地方銀行などの再編、デジタル庁の創設、「縦割り行政」の打破に代表される行政改革などが取り上げられている。

さて、安倍政権では、官製春闘と呼ばれるように、弱体化する労働組合を差し置いて政府が経営側に賃上げ要請を行ったり、はたまた、野党第1党だった当時の民進党が主張してきた

幼児教育の無償化を選挙公約に採用してみたりと、タカ派的な安全保障・外交政策とは異なり、経済政策には左派的な色合いもみられた。こうした中、菅新首相が主張する「規制改革による生産性向上」に新自由主義的な要素を感じ取る人も少なくないだろうが、今後の動向が注目される。

もちろん、目下の最優先課題はコロナ収束と経済の復興といった、いわゆる「コロナ対策」であることは言うまでもない。

「安倍一強体制」と称された前政権と異なり、菅首相の党内基盤は脆弱であり、自民党総裁選は1年後にも実施されるほか、衆議院議員の任期も残り1年である。来年秋以降も政権運営を続けるためには、期待感が高いうちの早期解散・総選挙で連立与党を勝利させるか、もしくは21年夏に延期された東京オリンピック・パラリンピックを成功させるなど国民にアピールできるような成果が必要であろう。



アベノミクスの成果と課題

簡単にアベノミクスを振り返ってみたい。アベノミクスとは「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」といった「3本の矢」を通じて、日本経済を苦しめたデフレから脱却し、持続的な経済成長を促すための政策パッケージである。リーマンショック以降、極度の円高に見舞われ続けていた日本経済は、アベノミクスへの期待感から円安・株高傾向が強まり、12年4月から後退局面に入っていた国

内景気も政権発足とほぼ同時に底入れした（その後、18年10月まで景気は拡大）。なお、12年11月には9,000円割れだった日経平均株価は18年10月には一時24,448円まで上昇したほか、同じく1ドル=80円前後だった為替レート（円/ドル）も15年6月には1ドル=125円台まで円安が進行する場面もあった。

さて、アベノミクスの最大の成果として、名目GDPや雇用の拡大が挙げられる。19年7～9月期に過去最大となった名目GDPはアベノミクス開始から65兆円増加、その影響を受けて雇用者数は560万人増加、4%台だった失業率は一時2%台前半まで低下するなど、労働市場は大きく好転した。女性、高齢者の労働参加も進むなど、高齢化進行とともに低下傾向にあった労働参加率は上昇に転じた。一方、その多くは非正規雇用であるほか、「同一労働同一賃金」は未達成である。就職氷河期世代への支援もまだ始まったばかりである。

また、円安転換に加え、法人税減税などを享受した法人企業部門は増益に沸いたが、「企業から家計へ」の所得還流はさほど強まらず、賃金のベースアップは復活したものの、アベノミクス期間を通じて消費は盛り上がり欠けた展開であった。財政健全化を重視する立場からは、17年間封印された消費税率の引上げを2度も実施したことを「成果」と呼ぶかもしれないが、「企業から家計へ」といった所得還流が鈍い状況下では家計消費に重く押し掛かった。アベノミクスの最初の1年間の民間消費は年率3.6%で増加したが、税率8%（14年4月～19年9月）の期間中は同0.7%の増加にとどまった。

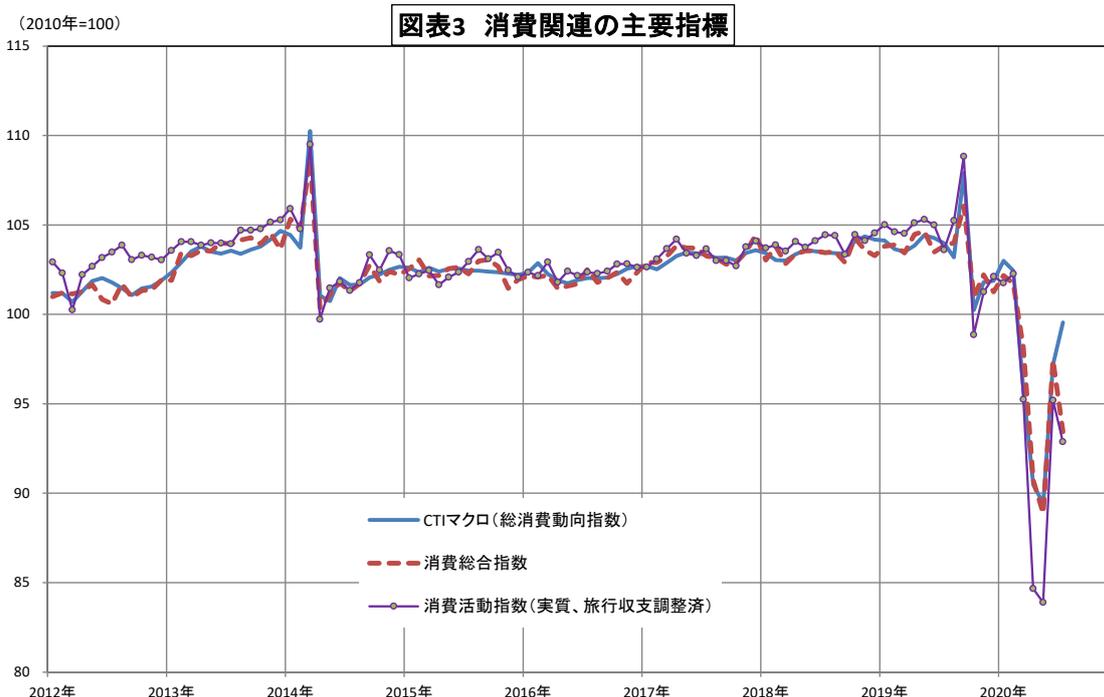
「国難」と称した少子化も歯止めがかかっていない。また、観光立国化や地方創生事業など地域経済の活性化にも着手したが、インバウンド需要に大きく依存した産業構造が今回のようなコロナ禍ではむしろ弱点となるなど、結果的にうまくいったのかは不明である。このように菅内閣には多くの課題が引き継がれたといえる。

国内景気は緩慢ながらも回復継続

一方、緊急事態宣言の解除によって、人為的に止められた経済活動が再開されたことから、国内景気は5月に底入れし、その後も持ち直しが続いている。ただし、夏場にかけてその勢いが弱まるなど、順調とは言い難い。以下では、主要な月次経済指標を確認したい。

まず、8月の貿易統計を基に日銀が試算した実質輸出指数は前月比6.5%と3ヶ月連続の上昇となった。新型コロナの感染拡大が一足早く収束に向かい、景気回復が始まった中国に加え、欧米主要国でも景気の持ち直しが進んでいる影響が出ている。経済開発協力機構（OECD）による最新の世界経済見通しでは、20年の世界全体の経済成長率は▲4.5%であるが、前回6月の見通しから上方修正された。移動制限などの緩和・解除後の経済活動の回復が当初の想定を上回ったことが反映されたとみられ、日本からの輸出もそれに整合的な動きといえる。一方で、実質輸入指数は同▲2.0%と4ヶ月連続の低下と冴えない展開であり、国内需要の鈍さが影響しているようだ。

また、7月の鉱工業生産は同8.7%と、自動車生産が急回復したことが牽引役となり、4月の生産水準を上回った。ただし、上方バイアスを補正した8月分の製造工業予測指数によれば、最頻値は前月比▲1.7%（90%の確率で▲2.6%～▲0.7%）と試算されるなど、持ち直しは決して順調とはいえないようだ。



(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行

足元で消費持ち直しに足踏み

こうした「足踏み」は消費関連指標にも散見される。キャッシュレス・ポイント還元事業終了に伴う駆け込み需要の反動といった側面に加え、豪雨・洪水など天候要因によって、7月の2人以上世帯・実質消費支出（除く住居等、『家計調査』）は

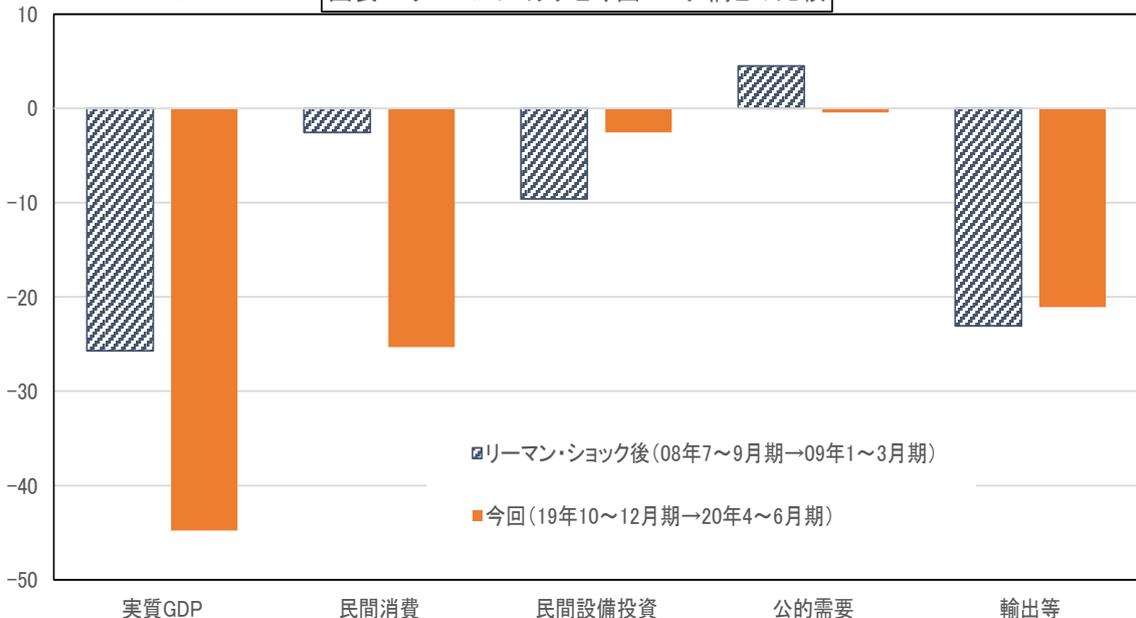
4～6 月期の経済成長率は年率▲28.1%へ下方修正

前月比▲5.2%と 3 ヶ月ぶりの減少となった。商業動態統計・小売業販売額指数も同じく 3 ヶ月ぶりの低下、GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数（内閣府試算）も同▲4.1%と再び低下に転じた。8 月にかけても全国的に新型コロナが感染再拡大したことで、外食や旅行などの需要は低調だったと報じられるなど、リバウンド後の消費は一進一退で推移しているようにみられる。

GDP 第 2 次速報（2 次 QE）は、4～6 月期の法人企業統計季報の設備投資額（ソフトウェアを含む、金融・保険業を除く）が前期比▲6.3%と大きく減少したこと等が反映された結果、経済成長率は同年率▲28.1%へ下方修正された。民間在庫の積み上がりによって修正幅は限定的だったが、将来的には成長率の抑制要因になりかねない。

（兆円、11年連鎖価格表示）

図表4 リーマンショックと今回コロナ禍との比較



（資料）内閣府経済社会総合研究所（注）ショック発生前からの変化幅。

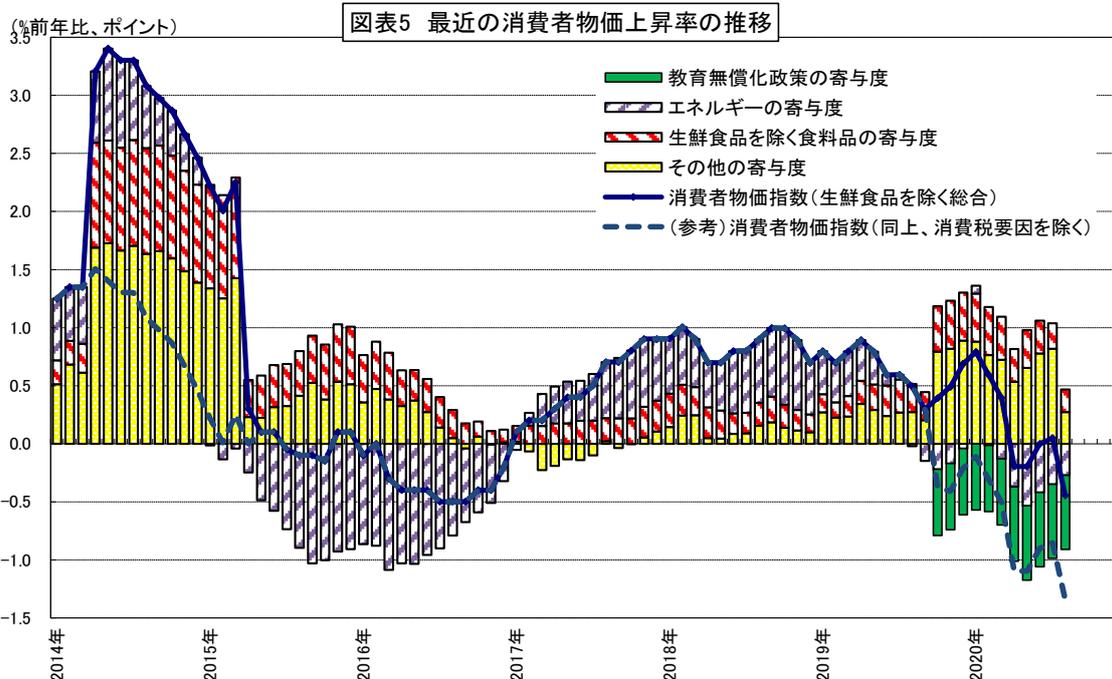
経済見通し：7～9月期には一旦リバウンドするも、その後は頭打ち気味で推移

なお、今回のコロナ禍の GDP への影響としては、外出制限および自粛要請に伴う経済活動の停止の影響によって民間消費と輸出が大きく減少したことが特徴である。リーマンショック直後の 2 四半期との比較では、輸出等の落ち込みはほぼ同程度だが、民間消費の落ち込みは 10 倍となっている（いずれも 2 四半期分）。一方、設備投資の落ち込みはこれまでのところ比較的軽微（リーマンショックの 4 分の 1 程度）といえるが、感染再拡大リスクや「新しい日常」に向けた試行錯誤が続く中、

需要不足状態が長期化するとの予想が定着するにつれて、調整圧力が次第に強まると思われる。

さて、繰り返しになるが、緊急事態宣言の解除に伴って5月下旬以降は経済活動が再開しており、7～9月期は前期比15.4%と大きくリバウンドが見込まれる（この通りであれば、半世紀ぶり（1969年10～12月期（同16.5%）以来）の高成長になる。とはいえ、コロナ禍で落ち込んだ分の4割程度（44.8兆円の落ち込みに対して17.6兆円の回復）を取り戻すに過ぎず、水準はなお低いと言わざるをえない。

20年度下期についても、日本を含む主要国で新型コロナの感染が燻り続けるのであれば、経済活動の持ち直しペースはなかなか上がらず、低調に推移すると予想する。その結果、20年度は▲6.5%成長と6年ぶりかつ戦後最大のマイナスが見込まれる。21年度にかけては世界全体で持ち直しが緩慢ながらも継続、来夏に予定される東京五輪パラの開催を控え、年度上期は成長率がやや高まる可能性もあるが、先行き不透明感が高い状況に変わりはないだろう（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）。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：20年度 下期は下落継続

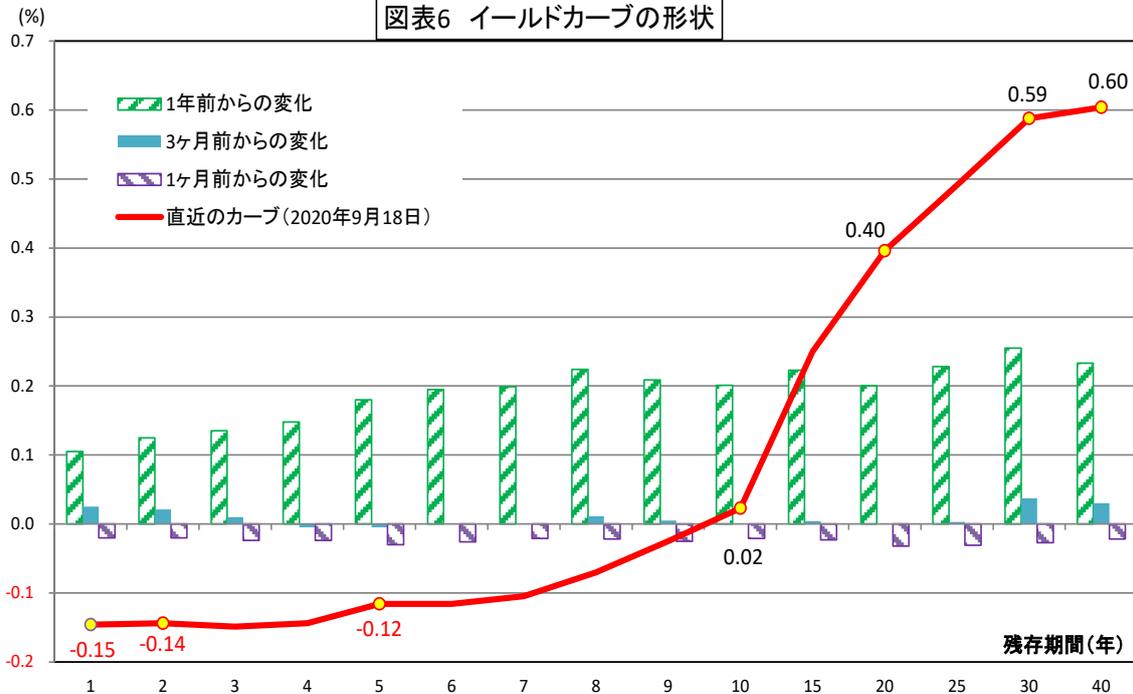
8月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コア）」は前年比▲0.4%と3ヶ月ぶりの下落となった。下落に転じた要因としては、新型コロナによって旅行需要

が全般的に減退している状況の下、GoTo トラベルキャンペーンが7月下旬に開始（東京発着は除外）されたことで、宿泊料が前年比▲32.0%と大幅に下落、物価変動率に対して▲0.42ポイントの押下げ効果となったことが挙げられる。

今回のコロナ禍において、民間消費はサービス部門を中心に大きく減少し、対人接客を伴うような業種では大打撃を受けている。しかし、値下げをしても集客できるような状況ではなかったことから、これまでは物価に需要減退の影響があまり出てこなかったが、政策効果とはいえ、物価押下げ効果が先行き顕在化してくる可能性が示唆されたといえるだろう。足元では外食が値上げされているが、GoTo イートキャンペーンの開始によって、同様の物価押下げ効果が出る可能性がある。

なお、10月には消費税率引上げ（物価上昇率に対する寄与度：+0.9ポイント）と幼児教育無償化政策（同▲0.6ポイント）の影響が一巡するため、消費者物価の変動率は▲0.3ポイントほど縮小するとみられる。また、年度下期にかけて家計の所得環境は厳しさを増し、消費回復は抑制されると思われる。さらに、ワクチン・治療薬が早期に開発された場合、生き残りに向けた値下げ競争が激化することもありうる。20年度下期にかけても物価下落が継続するだろう。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

金融政策：引き続き 金融市場の安定 と企業の資金繰り 支援策に注力

アベノミクスにおいて大胆な金融緩和策はその中心に位置づけられていたが、コロナ禍で大量の国債発行を余儀なくされていることもあり、スガノミクスの下でも金融政策は同様の役割を期待されるものと思われる。

振り返ると、13年4月に就任した黒田日銀総裁は、大量の国債買入れを推進したほか、ETF、J-REITなどのリスク性資産も積極的に買い入れた。16年2月からはマイナス金利政策を導入、同年9月には長期金利の操作目標を付加してイールドカーブ・コントロール政策（長短金利操作）に衣替えするなど断続的に政策の枠組みを変えていった。そうした一連の動きは、家計や企業の期待インフレ率を押し上げることが安定的な物価目標の達成に不可欠であるとの認識からきている。しかし、残念なことにアベノミクス下での物価上昇率は平均0.7%と、2%には遠く及ばず、金融政策の正常化に向けて動くことはなかった。

さて、今回のコロナ禍に対して、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。前倒しでの開催となった3月の金融政策決定会合以降、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」の創設と上限20兆円まで引き上げたCP・社債等の買入れによる資金繰り支援、国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、さらにはETF、J-REIT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方針を示すなど、強力な金融緩和を決定してきた。

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「物価のモメンタム」も一旦損なわれたとの認識を4月には示しているものの、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は当面ないとの見方に変更はない。

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やワクチン・治療薬の開発などへの期待感と感染再拡大

10年ゾーンはゼロ%近傍での推移

現行の金融緩和策継続により長期金利は引き続き低位で推移

一進一退の展開

や米中摩擦の激化などへの警戒感が交錯し、株価は一進一退の展開が続いている。一方、長期金利はゼロ%に向かって低下し、為替レートは対ドル、対ユーロともに円高気味の展開であった。

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。

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。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16兆円程度と、僅かに拡大した。

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、一旦、超長期ゾーンには上昇圧力がかかった。しかし、日米の現行緩和策の継続予想が浸透したことで、9月に入ると長期金利は低下傾向をたどり、イールドカーブ全体も下方シフトしている。

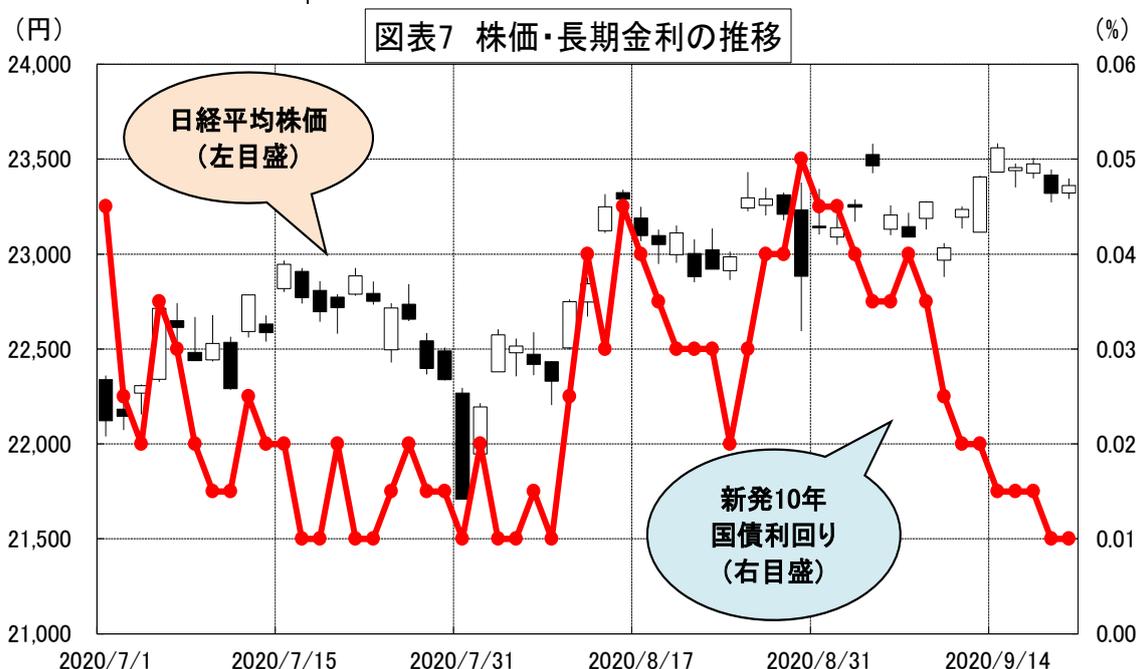
先行きについては、上述したような日銀の国債買入れ方針により、10年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍で推移するような操作がされ、全般的に見れば金利水準は低位に推移すると思われる。一方、ワクチン・治療薬の開発に進展がみられる、もしくは内外経済の回復期待が高まるような局面では超長期ゾーンに再び金利上昇圧力がかかる可能性もあるだろう。

② 株式市場

新型コロナの世界的な感染拡大から、3月中旬には一時16,000円台まで下落した日経平均株価であったが、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月には内外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、6月に入り23,000円台まで回復し

た。しかしながら、世界各地で感染再拡大が散見されるなど、景気のV字回復は困難との見方も根強く、上値の重い展開が続いている。

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ほか、最大で年間約 12 兆円増のペースまで拡大可能な日銀によるETF買入れに対する安心感があるものの、ワクチンや特効薬が開発されない限り、経済・企業活動がコロナ前の水準に向けて回復していく姿は描けないことから、株価が本格的な上昇局面入りするのはしばらく難しいと思われる



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

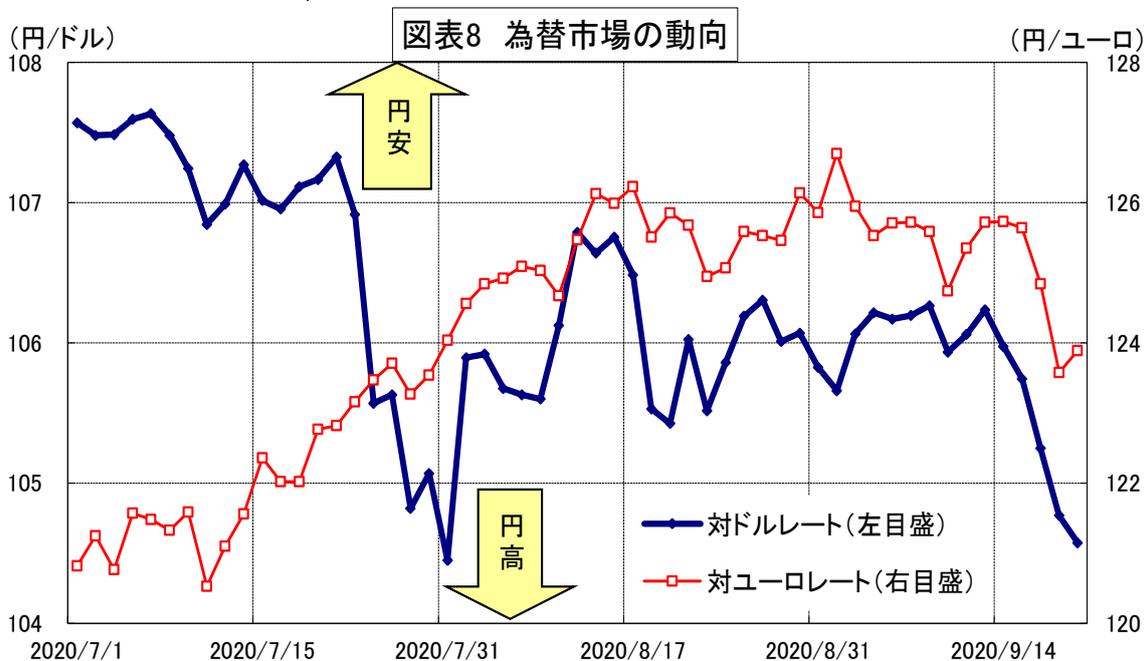
緩やかな円高基調

③ 外国為替市場

新型コロナの世界的な感染拡大によって、3月9日には一時1ドル=101円台まで円高が進む場面もあったが、世界的な株価暴落により「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。3月下旬以降は主要国の財政支援や金融緩和措置が出揃ったこともあり、相場は落ち着きを取り戻し、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、さらに

はドル過剰感も浮上しており、緩やかな円高基調となっている。加えて、米連邦準備制度 (Fed) が政策運営の枠組みを変更し、少なくとも今後3年は利上げを行わないとも思惑が強まったこともドル安につながったとみられる。

とはいえ、経済・物価の低迷に見舞われている日銀もまた、金融緩和を引き締め方向に修正する可能性は乏しく、日米の金融政策の方向性に違いがあるわけでもないだろう。経済復興や景況感の勢いは米国の方が強いことから、金融政策を材料にして円高が一段と進行するとは思われない。ただし、新型コロナの感染状況や米中摩擦の行方次第では再び円高圧力が高まる可能性も想定しておくべきであろう。



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

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懸念が高まり、ユーロ高が一旦修正される場面もあったが、8月上旬にかけてドル過剰感への警戒や新型コロナ復興基金の創設合意などが好感され、ユーロ高の展開が続いた。しかし、ユーロ高に対する警戒が強まったことから、その後はもみ合いの展開となっている。

先行きについては、相対的にユーロ圏の景気落ち込みが激し

いこともあり、先行き、ユーロ高が一段と進行する可能性は薄
いと思われ、方向感の乏しい展開が続くと予想する。

(20.9.22 現在)