

持ち直しているが、コロナ前の水準には程遠い日本経済

～先行き、需要不足の慢性化に伴う下押し圧力に要警戒～

南 武志

要旨

国内景気は5月には底入れし、その後は緩慢ながらも持ち直している。コロナ禍に対する需要喚起策「GoToキャンペーン」も順次開始され、それらの下支え効果に対する期待感もある。しかし、新型コロナウイルスの感染再拡大への警戒も根強く、消費行動の自粛ムードが残っているほか、一般的にウイルス感染症が流行しやすい冬季を控えていることもあり、先行き、足踏みする場面も想定される。コロナ前の水準を取り戻すのに4～5年かかるとの見方もあるなど、需要不足は慢性化するとみられ、余剰な資本設備や雇用を抱えた企業が「リストラ」を本格化するリスクもあるだろう。

菅内閣が発足して1ヶ月が経過したが、引き続きコロナ対策には万全を期す構えであり、残り7兆円余のコロナ対策予備費の活用に加え、第3次補正予算案が策定される可能性が高い。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2020年		2021年		
		10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 (%)		-0.019	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0550	-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	0.20～0.60	0.20～0.60	0.20～0.60
	10年債 (%)	0.030	-0.10～0.10	-0.10～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債 (%)	-0.105	-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)	105.0	100～115	100～115	100～115	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	124.6	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価 (円)		23,639	23,250±3,000	23,000±3,000	24,000±3,000	24,000±3,000

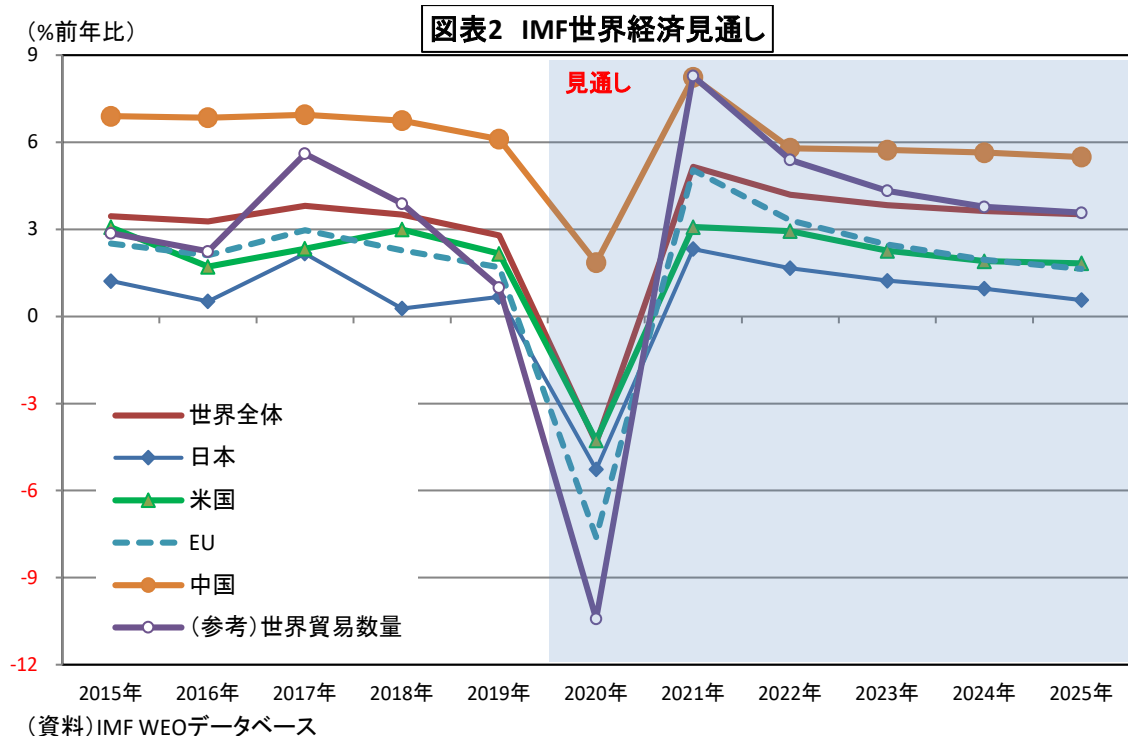
(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

(注)実績は2020年10月21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。

一足早くプラス成長に転じた中国に対し、欧米諸国では新型コロナウイルスの感染が再拡大

世界経済の深刻な悪化をもたらした新型コロナウイルス感染症は、都市封鎖など強力な移動制限措置が奏功し、5月までには欧米諸国でも一旦収束に向かった。しかし、最近では再び感染拡大が広がっており、景気回復のモメンタムに水が差されるとの警戒が強まっている。

一方、新型コロナ発生源である中国では新規感染が抑制された状況が続いており、比較的順調に景気が回復しており、7～9月期にはプラス成長(前年比)に戻った。日本から中国への輸出も前年比二桁増となるなど、国内景気の持ち直しに大きく「貢献」している。



IMF 世界経済見通しは 上方修正だが…

また、10月13日に国際通貨基金（IMF）の世界経済見通しが発表されたが、4～6月期の各国の落ち込みが前回6月時点の想定ほど悪くなかったこと、かつ7月以降の持ち直し（特に米国・中国）も想定を上回るペースであることから、20年の世界全体の成長率は▲4.4%と、前回6月から+0.8ポイントの上方修正となった。とはいえ、深刻な景気悪化に見舞われたことは確かであり、先行きの回復の道のりにも困難が待ち受けているとしている。

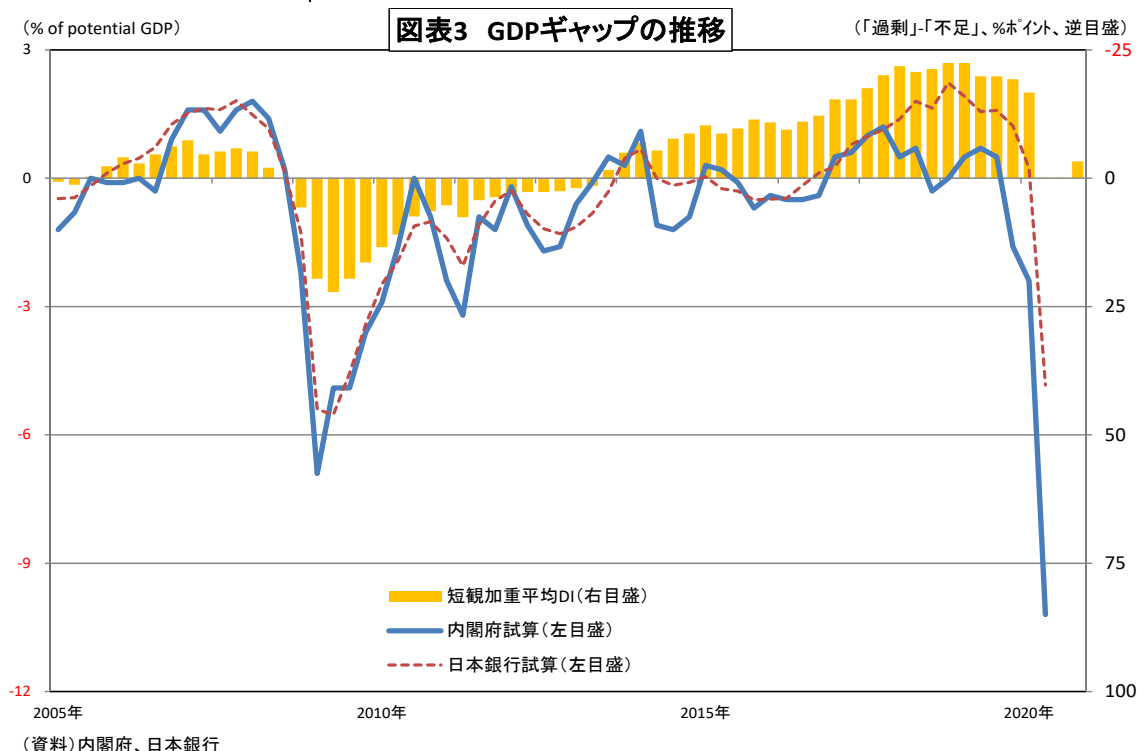
今後、北半球はウイルス感染症が流行しやすい冬季を迎える。感染抑制を優先せざるを得ない状況も想定され、実際に順調に持ち直していくのは難しいだろう。IMFの見通しでは21年は5.2%成長とプラスに戻るとしているが、前回6月時点から▲0.2ポイントの下方修正であり、19年まで辿っていた元の成長経路への回帰は見通せる状況にない。

大幅なデフレギャップが発生

国内景気については、緊急事態宣言の解除後に経済活動が再開されたことで5月には底入れし、その後は概ね持ち直し基調となっている。日銀短観9月調査によれば、大企業・製造業の業況判断DIは▲27と11期ぶりに改善、同・非製造業でもDIは▲12と5期ぶりに改善するなど、景況感の持ち直しが確認できた。しかし、ともに「悪化」超（製造業は3期連続、非製

造業は2期連続)の状態であるほか、雇用・資本設備などへの強い不足感がほぼ解消された状態となっている。19年内は▲20程度であった「短観加重平均DI(生産・営業用設備判断DIと雇用人員判断DIを資本・労働分配率で加重平均して算出したもの)」は、足元0程度となっている。

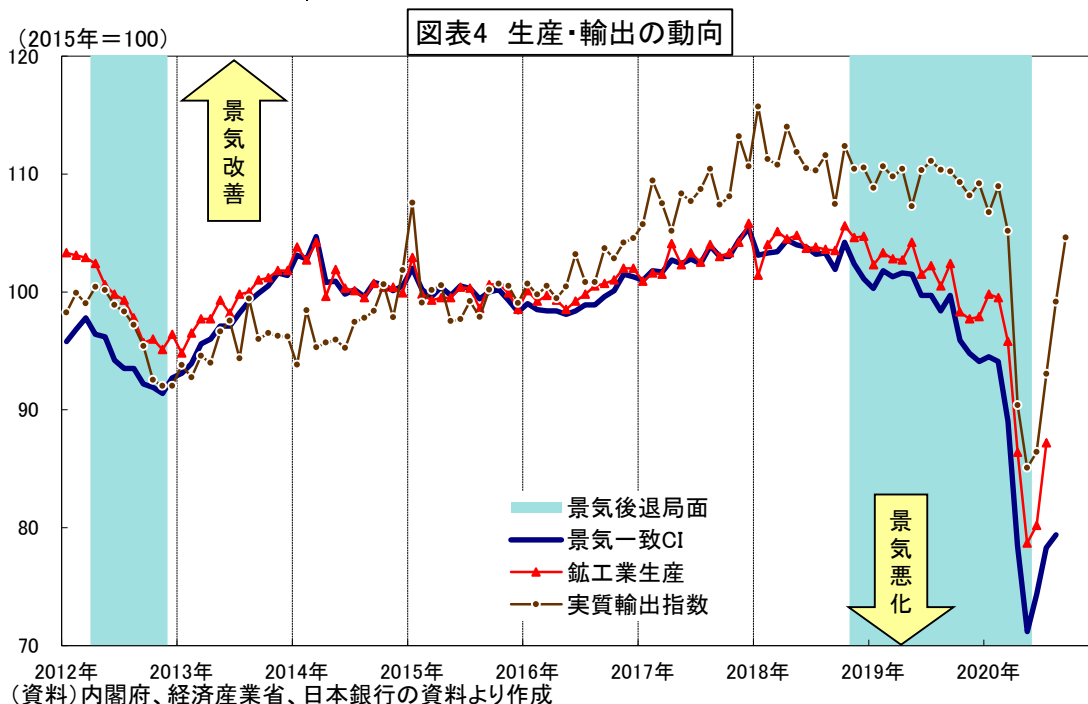
また、内閣府、日本銀行では独自に推計した潜在GDPを基に、マクロ的な需給ギャップ(GDPギャップ)を試算しているが、それらによれば4~6月期には大幅な乖離が発生した(それぞれ▲10.2%、▲4.8%)。リーマンショック級もしくはそれを上回る規模での需要不足に見舞われたことになる。ちなみに、IMFの世界経済見通しによれば、日本のGDPが19年水準に戻るには4~5年かかるとしている。



国内景気は緩慢ながらも回復継続

以下、主要な月次経済指標を確認したい。まず、9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4ヶ月連続の上昇となった。中国向けの輸出がその牽引役であるが、米国向けの自動車輸出も急回復を見せた。これらが牽引する格好で、鉱工業生産も総じて回復が進んでいる。6~8月にかけて3ヶ月連続で上昇しており、3~5月の低下分の半分弱を回復させた格好となっている。上方バイアスを補正した9月分の製造工業予測指数(最頻値)は前月比2.8%と試算されており、

コロナ前の水準には程遠いとはいえ、持ち直しに向けた動きが継続していることは確かであろう。



GoTo キャンペーンへの期待感

一方、夏場にかけての消費回復の足取りは鈍かった。GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数（内閣府試算）の8月分は前月比0.8%と2ヶ月ぶりの上昇であったが、緊急事態宣言の解除直後の6月に同10.1%と急回復を見せ、2～5月にかけて落ち込んだ分の3分の2を取り戻した後は足踏みしている。

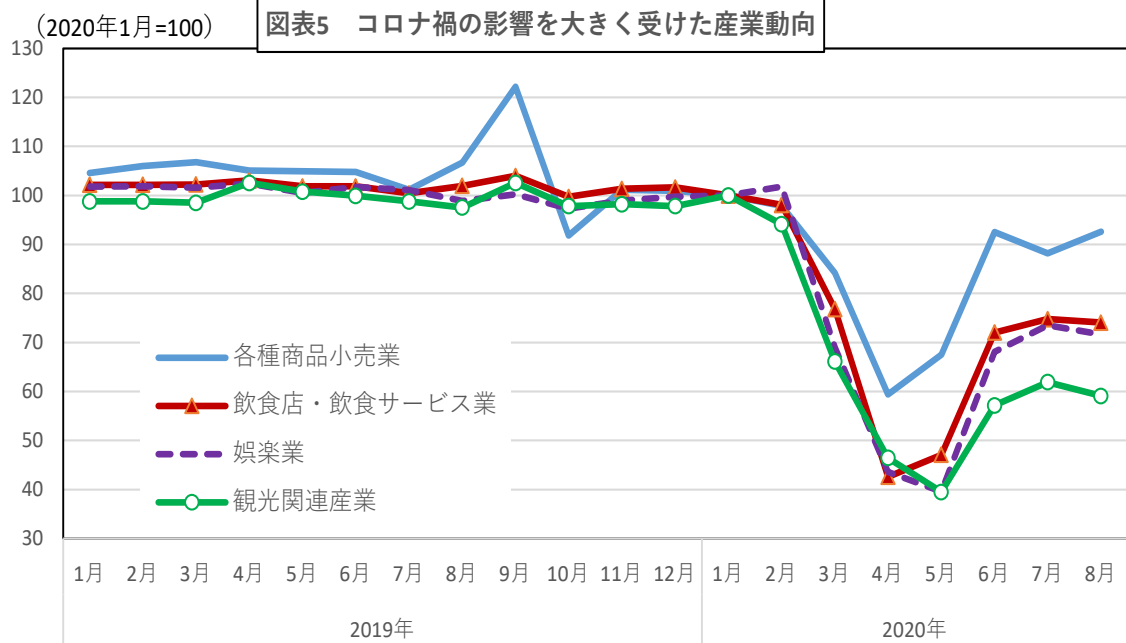
こうした中、感染防止対策と社会経済活動を両立させる方針を示してきた政府は、コロナ禍で落ち込んだ需要喚起策として補正予算に盛り込んだ「GoTo キャンペーン」を順次開始している。7月22日からの「GoTo トラベル」（東京発着は10月1日開始）を皮切りに、10月1日に「GoTo イート」、同19日に「GoTo 商店街」キャンペーンが導入されている。週末には各地の観光地や GoTo キャンペーンに参加した飲食店などには人出が戻りつつあり、一定の下支え効果が期待されている。

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

18年11月に後退局面入りした国内景気は、19年10月の消費税率の引上げ、そして20年入り後のコロナ禍により、3四半期連続のマイナス成長に見舞われたが、7～9月期は前期比15%前後のリバウンドが見込まれている。それでも、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、経済活動の水準は低いと言わ

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燦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、低調な推移が続くと予想する。加えて、コロナ禍の影響が深刻な業種では設備投資抑制や雇用調整を本格化させる可能性が高い。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。



(資料) 経済産業省「第3次産業活動指数」を基に農林中金総合研究所作成

(注) 娯楽業と観光関連産業の一部が重複している。

年明け後の通常国会には第3次補正予算案が提出される公算

なお、菅内閣では引き続き、新型コロナ対策に万全を期す構えであり、第1次・第2次の補正予算で盛り込んだ11.5兆円のコロナ対策予備費の活用を行ってきた。20年度下期に入ったことで、残り7兆円余を有効活用していくことが求められているほか、企業業績の悪化や納税の猶予措置などで大幅な歳入欠陥が予想されること、さらに災害対策などの面から、与党内からは第3次補正予算案の編成は不可欠との意見が強い。

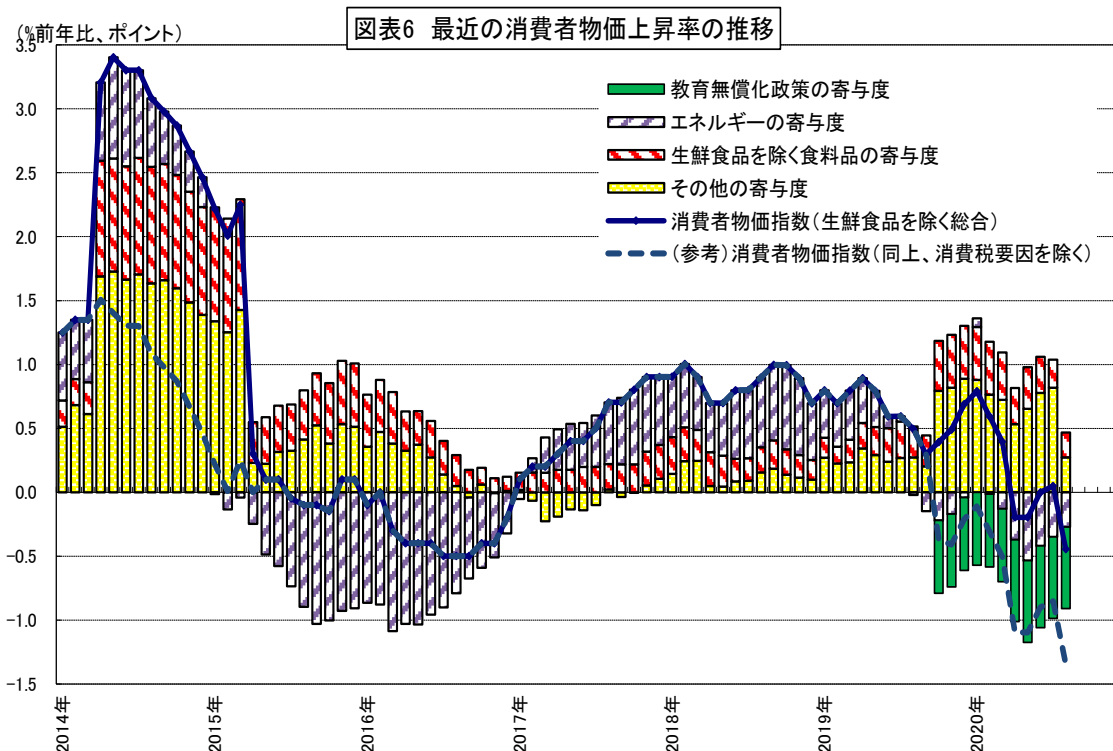
12月5日に会期末を迎える臨時国会後には追加の経済対策が策定され、年明け後の通常国会の冒頭で補正予算案が提出される方向とみられる。

物価動向：20年度 下期も下落継続

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、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によって宿泊料が前年比▲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。

民間消費は徐々に持ち直しつつあるとはいえ、コロナ前の水準から5%ほど落ち込んだ状態であり、19年10月の消費税率引上げ後の低調さと合わせ、消費財・サービスの需給バランスは崩れたままであり、物価に対して下落圧力が発生しているのは間違いないだろう。

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ポイントほど押下げられるとみられる。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。



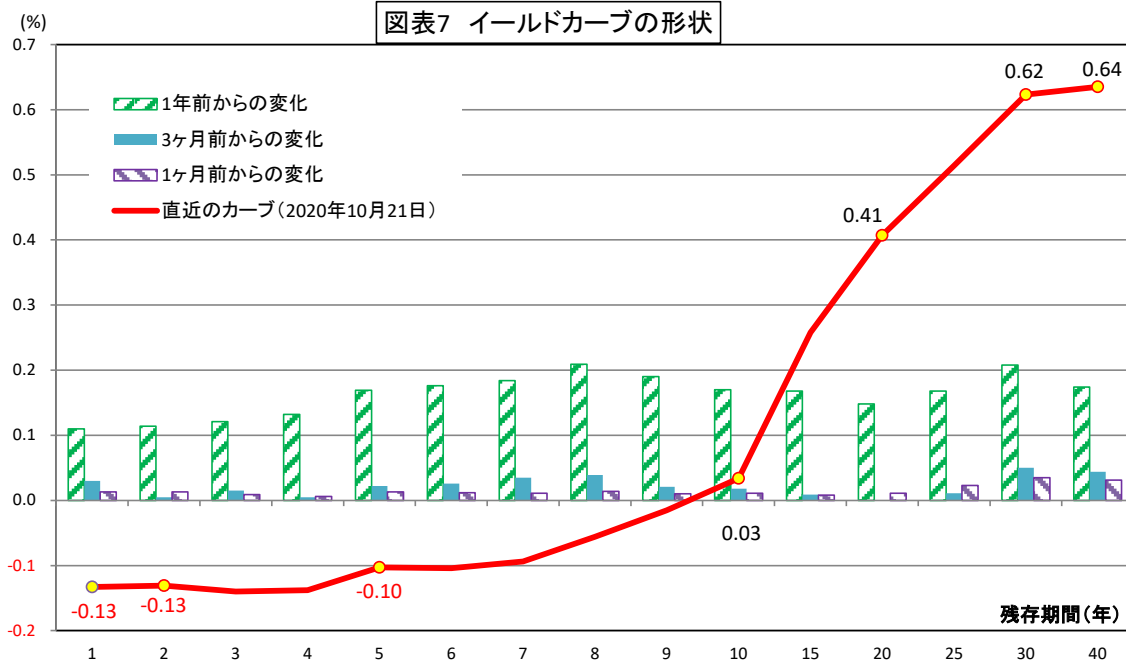
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

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

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。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、強力な金融緩和を講じている。

前述の通り、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り、21 年 3 月末を期限とする特別プログラムの延長も視野に入っているとみられるが、物価安定目標の早期達成に向けて新たな政策を発動することは当面見送られるだろう。

図表7 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

新型コロナのパンデミック化により、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、マーケットは落ち着きを取り戻した。なお、秋以降は景気回復やワクチン開発などへの期待感と感染再拡大への警戒感などが交錯したこと

10 年ゾーンはゼロ%近傍での推移

長期金利は引き続き低位で推移

上値の重い展開

に加え、11月3日の米大統領選を控えて様子見姿勢が強まっていることもあり、各マーケットとも狭いレンジ内での値動きが続いている。

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したが、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、日銀保有国債の年間増加額は9月末時点でも16兆円程度と、買入れ額が増えているわけではない。

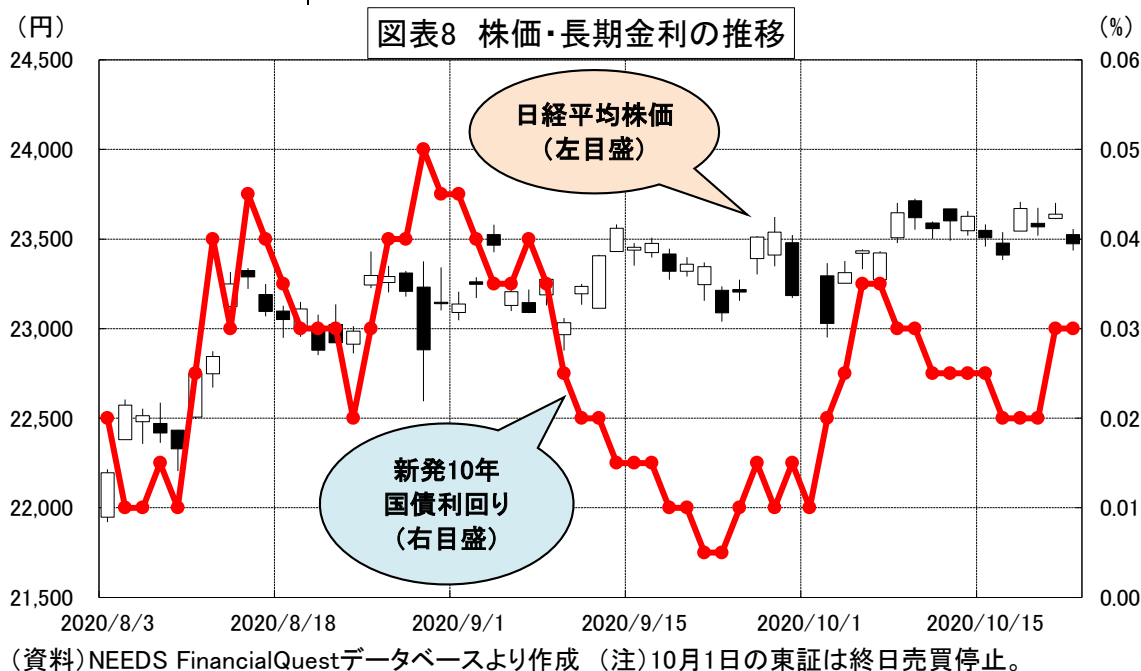
一方、7月から政府の新型コロナ対策に伴って国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約100兆円）が始まっており、一旦、超長期ゾーンには上昇圧力がかかった。しかし、日米とも現行緩和策が長期にわたるとの予想が改めて浸透したことで、長期金利は落ち着いた動きを続けている。

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が想定を上回るペースとなる場面では、超長期ゾーンに再び金利上昇圧力がかかるだろう。

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、約3ヶ月にわたって23,000円台半ばでの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、先進国を中心に新型コロナの感染再拡大がみられる中、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。



**ドル円レートは
105 円台でもみ合
い**

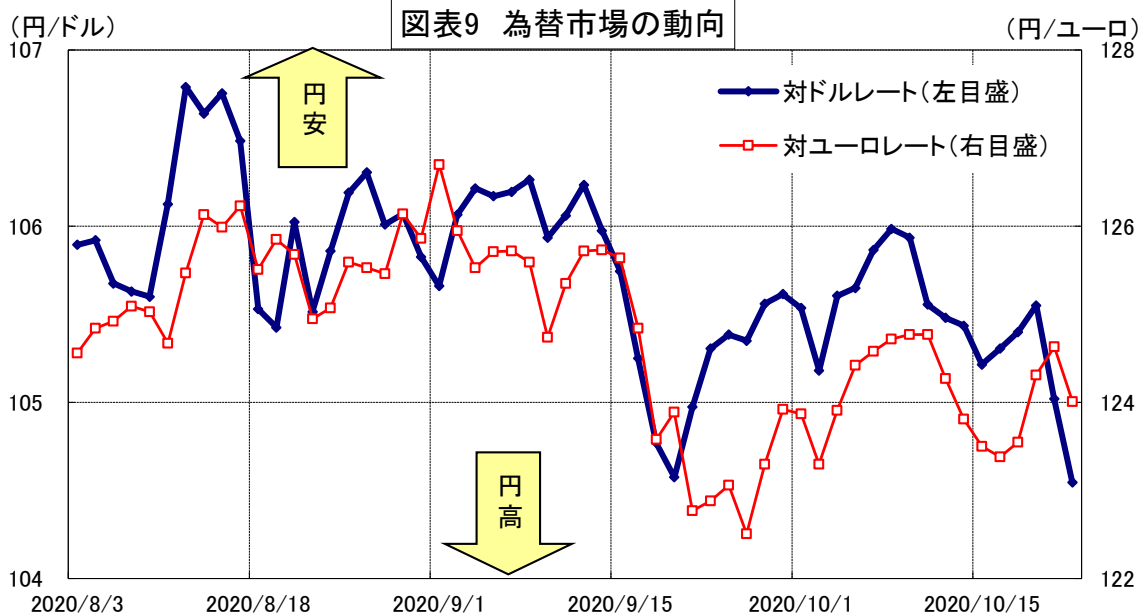
③ 外国為替市場

新型コロナのパンデミック化により、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、春先の対ドルレートはボラティルな展開が続いた。その後、主要国のコロナ対策が出揃ったことでマーケット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。直近は米大統領選を控えて動きが乏しくなっており、概ね105円台でもみ合いが続いている。

2%の平均インフレ目標を導入した米国に比べて、日銀の物価安定目標は若干弱いように感じるものの、日米ともに少なくとも現行レベルでの金融緩和を長期間にわたり継続するとみ

られるなど、金融政策の方向性に違いがあるわけではない。むしろ、経済復興や景況感の勢いは米国の方が強いことから、金融政策を材料に円高が進行する可能性は薄いだろう。



(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 124 円前後でのみ合い

対ユーロレートについては、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、ユーロ高の展開となった。しかし、ユーロ高に対する警戒が強まったほか、欧州での新型コロナ感染再拡大などから、9月下旬にはユーロ高が修正され、直近は1ユーロ=124円前後でのみ合いとなっている。

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、弱含む展開が予想される。

(20.10.22 現在)