

内外の感染再拡大で二番底リスク高まる

～年末年始のGoToキャンペーン事業を一時停止～

南 武志

要旨

新型コロナ感染症の感染が再び広がったのを受けて、政府は需要喚起策であるGoToキャンペーン事業を一時停止することを余儀なくされた。コロナ禍で打撃を受けたサービス業の業況が再び悪化するほか、これまで景気持ち直しの牽引役だった輸出も中国で元の成長経路へのキャッチアップが終了しつつある。さらに、欧米諸国での都市封鎖などの措置を受けて、増勢を維持するのが厳しくなっていることなどから、景気の二番底リスクが高まっている。こうした中、一部の国では対コロナ・ワクチンの接種が開始されるなど、明るい材料も出ているが、国内での接種は早くとも21年3月以降とされていることから、しばらく国内景気は一進一退が続くだろう。

なお、政府は総額73.6兆円規模の新たな追加経済対策を策定、コロナ禍への対応を継続していく構えを見せている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2020年	2021年			
		12月 (実績)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)		-0.027	-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 (%)	0.380	0.20～0.50	0.20～0.50	0.20～0.60	0.20～0.60
	10年債 (%)	0.005	-0.10～0.15	-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)	103.2	98～110	98～115	98～115	98～115
	対ユーロ (円/ユーロ)	126.2	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価 (円)		26,806	26,500±3,000	27,000±3,000	27,500±3,000	27,750±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12月17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。

感染急拡大により感染防止と経済再生との両立を一時断念

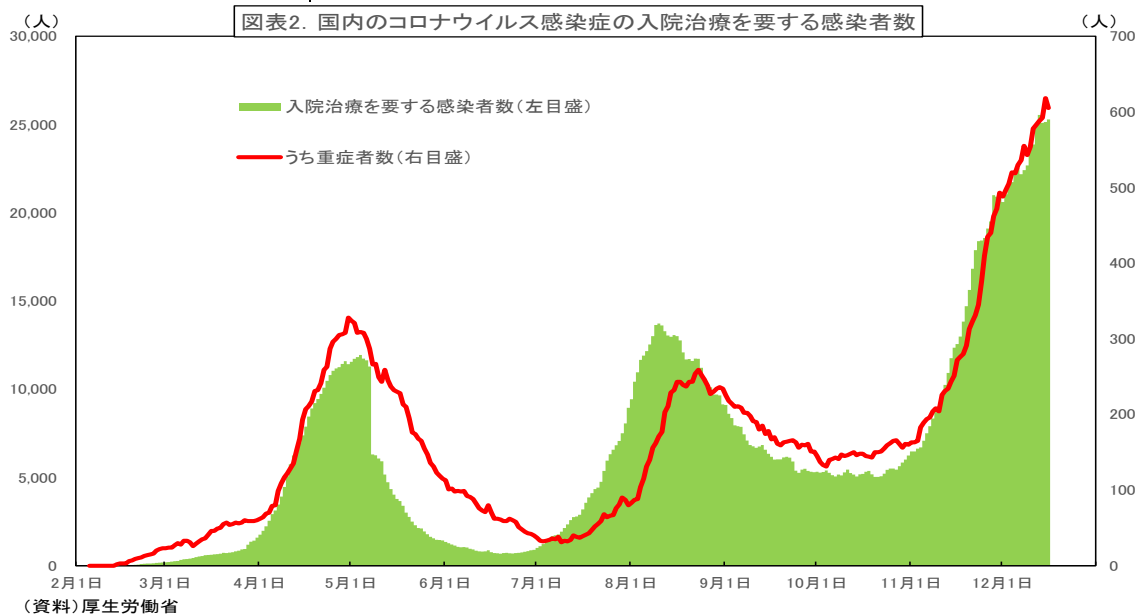
新型コロナウイルス感染症が中国・武漢市で確認されてから既に1年が経過したが、世界では今なお、ウイルスとの闘いが続いている。感染拡大防止のために都市封鎖など厳しい行動制限措置をとる国も少なくないが、規制強化に反発する動きも散見されるなど、感染症対策への不満が鬱積しているようだ。こうした中、メルケル独首相が感情を高ぶらせながらも国民に忍耐を訴えかける姿は印象的だった。

日本政府もまた、11月24日から「我慢の3週間」を呼びかけるなど感染封じ込めへの協力を求める一方、GoToキャンペーン事業については一部地域を除き基本的に継続するなど、感染

防止と経済活動とのバランスをとってきた。しかし、感染拡大は収束に向かうどころか、むしろ重症者数が増加し、医療供給体制が逼迫したことから、方針転換を余儀なくされている。

菅首相は14日、GoToトラベル・キャンペーンについて11月25日から運用を停止していた「札幌市着」、「大阪市着」に「名古屋市着」を加えたほか、18日からは「東京都着」も停止することとした。さらに、28日から1月11日までは全国を対象にGoToトラベルの適用を停止することを発表した。お盆時期の帰省自粛の要請に続き、正月休みの書き入れ時をまたぐ期間での運用停止だけに衝撃は大きく、政府は事業者への補償を従来の35%から50%へ引き上げる方針を示した。その後もGoToキャンペーン事業の運用見直しが続いた。24日からは「広島市着」のGoToトラベルを適用除外にするほか、GoToイベント・GoTo商店街の各キャンペーンも、28日からの2週間停止することとなった。年末年始のGoToイートは自粛を要請している。

政府は4～5月のように全国規模での緊急事態宣言を発出するような状況ではないとの認識を続けているが、年末年始にかけての様々な行事やイベント開催が見送られるなど、立ち直りつつあった経済への影響は決して小さくない。日増しに景気の二番底リスクへの警戒が強まっている。

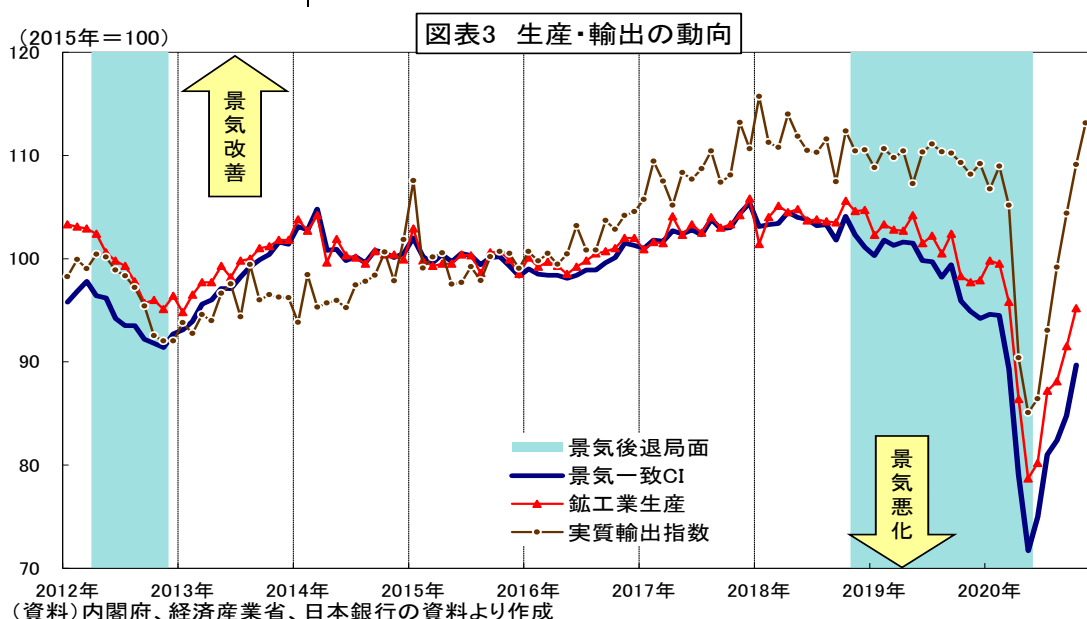


総額 73.6 兆円の追加 経済対策を策定

政府は8日、追加経済対策である「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策」を閣議決定した。内容としては①新型コロナウイルス感染症の拡大防止策（事業費：6.0

兆円)、②ポストコロナに向けた経済構造の転換・好循環の実現(同 51.7 兆円)、③防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保(同 5.9 兆円)、④予備費の確保(20、21 年度分として各 5 兆円)、といった 4 つの柱で構成されており、事業規模は 73.6 兆円と大規模なものとなった。このうち財政支出は 40.0 兆円で、期間を延長した GoTo トラベル(1 兆 311 億円)、GoTo イート(515 億円)の追加分などを含め、総額 19 兆 1,761 億円を後述の 20 年度第 3 次補正予算案に計上することとなった。とはいえ、年度末までに使い切って景気を下支えすることができるのか、やや疑問も残る。

15 日には第 3 次補正予算案が閣議決定されたが、歳入面では 8 兆 3,880 億円の税収下方修正を行ったこともあり、22 兆 3,950 億円の国債追加発行が盛り込まれた(うち、建設国債:3 兆 8,580 億円、赤字国債:18 兆 5,370 億円)。この結果、20 年度の一般会計予算総額は 175 兆 6,878 億円と当初予算(101 兆 4,571 億円)から 7 割近く増加したほか、新規国債発行額は 112 兆 5,539 億円と当初予算(32 兆 5,562 億円)の 3.5 倍に膨張する。



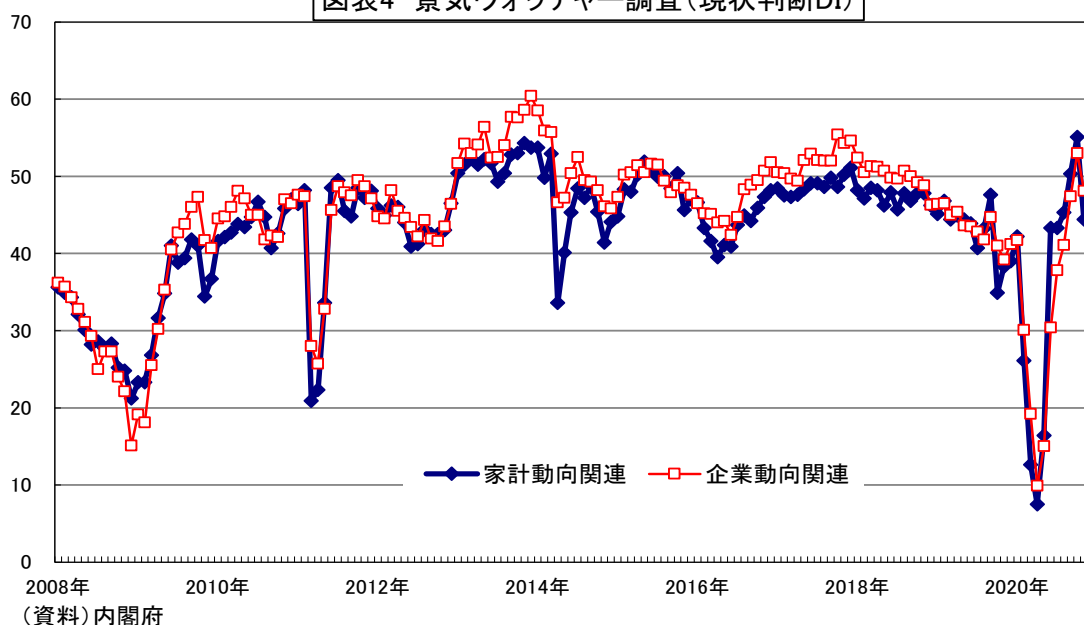
6 月以降、景気は改善 してきたが、先行きは 回復一服か

さて、国内景気に目を転じると、主要経済指標の動向からは 5 月に底入れした後、回復基調が続いているとみられる。その牽引役は中国や米国向けの輸出であり、それが製造業の生産活動の活性化につながってきた。また、順次開始された GoTo キャンペーン事業もコロナ禍で大打撃をこうむったサービス業を中心に持ち直しに一役買ってきた。日銀短観 12 月調査によ

れば、大企業・製造業の業況判断 DI は▲10（前回から+17 ポイント）、同・非製造業は▲5（同じく+7 ポイント）と、2 期連続で改善した。資本設備の過剰感は解消方向となり、非製造業を中心に雇用人員の不足感が再び強まったことが確認できる。また、11 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 3.7%と 6 ヶ月連続の上昇と、コロナ前の水準を上回り、18 年 4 月以来の高い水準となった。

しかし、足元までの堅調さとは裏腹に、先行きは鈍化する要因も浮上してきた。その要因とは、中国経済が元の成長経路にキャッチアップする過程が終了に近づきつつあること、そして欧米諸国での都市封鎖などの再導入が引き起こす需要減である。実際、11 月の全米新車販売台数は前月比で減少するなど頭打ち気味となっているほか、米国向けの自動車・同部品の輸出額も 11 月には急ブレーキがかかっている。

図表4 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



自粛ムードが強まる可能性も

さらに、11 月の景気ウォッチャー調査からは新型コロナの感染再拡大が景況感に悪影響を及ぼしている様子が確認できる。景気の現状判断 DI (方向性) が前月から▲8.9 ポイントの 45.6 と 7 ヶ月ぶりの低下で、再び判断基準の 50 を割り込んだ。構成する「家計動向関連」、「企業動向関連」、「雇用動向関連」はいずれも悪化した。さらに、先行き判断 DI も前月から▲12.6 ポイントの 36.5 と 4 ヶ月ぶりの低下となった。この数ヶ月は GoTo キャンペーンへの期待が強まっていたが、感染再拡大によ

**経済見通し：10～
12月期はプラス維
持ながらも、1～3
月期はマイナスの
可能性も**

ってキャンセルも散見されるなど、先行きの警戒感が強まっている様子が見てとれる。

冒頭で触れたように、年末年始を挟んで GoTo トラベルが全国規模で停止されることを受けて、関連する業種では期待感が一気に剥落したとみられる。今後の感染状況次第では、自粛ムードがさらに強まるリスクもある。巣ごもり消費関連には追い風であるが、コロナ禍の影響を強く受けた産業・企業では存亡の危機が続くことになる。

15 年基準への改定、19 年度年次推計とともに公表された 7～9 月期の GDP 第 2 次速報（2 次 QE）によれば、経済成長率は前期比年率 22.9%と、1 次 QE 時（同 21.4%）から上方修正された。しかし、4～6 月期の落ち込み幅の 6 割弱しか戻らず、リバウンドは限定的であったこと、そして民間企業設備投資が減少を続けたことは、1 次 QE と変わらずであった。

最近は、ようやく一部の国でワクチン接種が開始された。まずは、医療従事者や重症化リスクのある高齢者から、という順番になっているが、核酸（mRNA）ワクチンという先端技術が用いられ、通常は長い期間かけて安全性、投与量・回数、有効性等の確認を行う臨床実験を短期間で終わらせていることで、決して小さくない不安を抱えた状態である。とはいえ、致命的な副反応が確認できず、感染を収束に向かわせるような動きが確認できれば、内外経済は本格的に復興するものと思われる。

国内での接種開始は、治験や審査の手続きを経る必要があることから、早くとも 21 年 3 月以降とみられている。気温・湿度の低下とともに体温・免疫力も低下する冬季を迎え、新型コロナの感染は「第 3 波」が落ち着いても、煙り続けるものと思われ、景気はしばらく一進一退となるだろう。

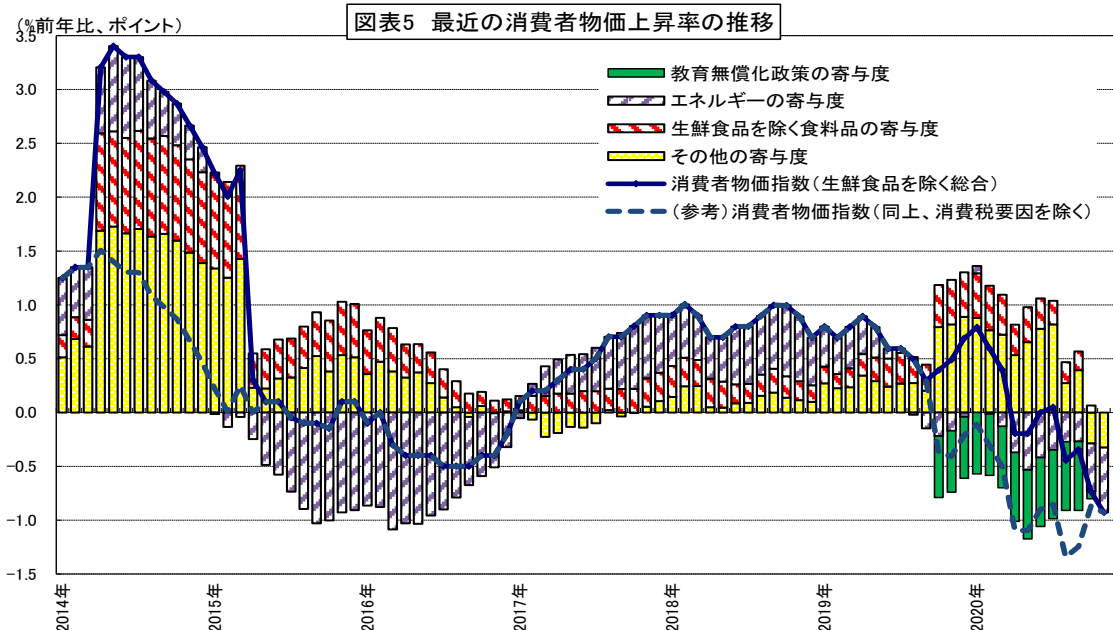
なお、足元 10～12 月期は GoTo キャンペーンによる押し上げ効果もあり、2 四半期連続のプラス成長が見込まれるが、年率 3.1%と急減速することは否めず、続く 1～3 月期はマイナス成長に転じる可能性もあるだろう。その結果、20 年度は▲5.5%成長と、2 年連続かつ戦後最大のマイナスが見込まれる。21 年度はワクチン接種が徐々に広がり、世界全体で持ち直しに向けた動きが強まるほか、来夏に東京五輪パラが開催されることから、年度半ばにかけて成長率が高まっていくとのシナリオに変更はないが、先行き不透明感が高い状況に変わりはない（詳細

物価動向：20年度 下期も下落継続

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）。

11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CPI）」は前年比▲0.9%と4ヶ月連続での下落となり、下落幅も10年9月以来の大きさとなった。原油安に伴ってエネルギーが下落を強めているほか、GoToトラベル・キャンペーンによって宿泊費が大幅に下落していることが主因であるが、物価下落の根底にはコロナ禍による消費活動の低調さがあるといえる。

先行きについても、企業業績が厳しいことから冬季賞与の削減が見込まれるなど、家計の所得環境は厳しさを増すとみられるほか、年末にかけての新型コロナの感染再拡大などで消費者の自粛ムードが一段と強まり、消費持ち直しを阻害するものと思われる。21年にかけても物価下落状態は続くだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

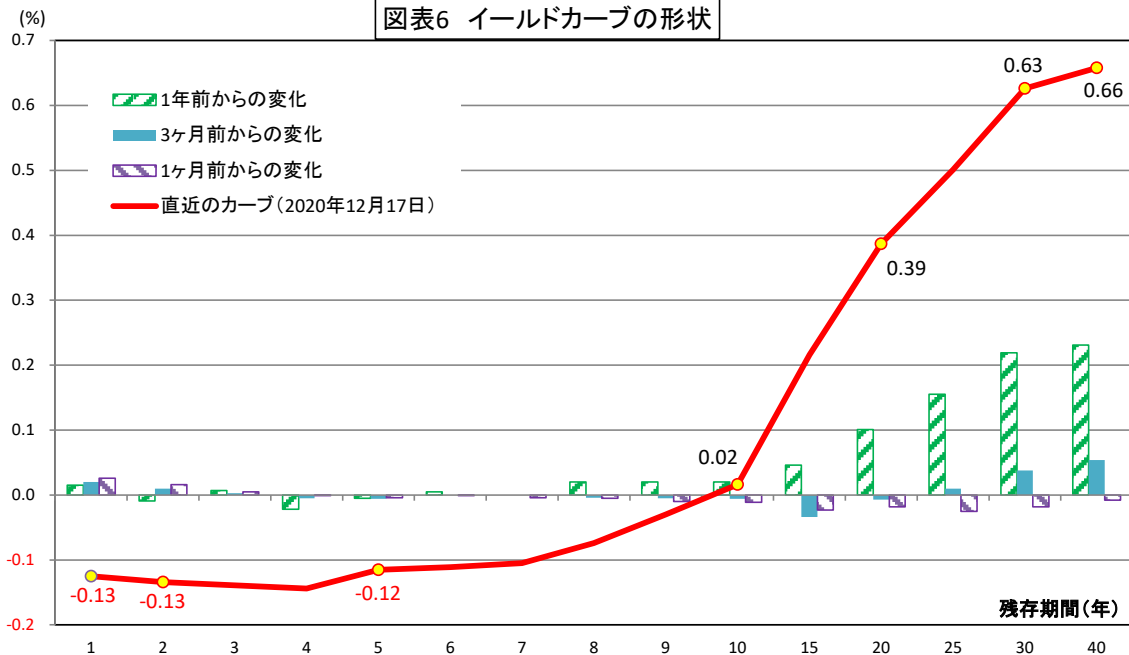
金融政策：引き続き 金融市場の安定 と企業の資金繰り 支援策に注力

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。基本的な枠組みは2%の「物価安定の目標」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」であるが、コロナ対応として①総枠140兆円の「特別プログラム」の導入（最大120兆円規模になりうる「新型コロナ対応資金繰り支援特別オペレーション」の導入と上限20兆円まで拡充したCP・社債等の買入れ）、②国債買入れやドル資金供給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、③ETF、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、といった強力な金融緩和を講じてきた。こうした中、12 月 17～18 日に開催した金融政策決定会合では、特別プログラムの半年間延長（21 年 9 月末まで）と運用面の見直し（CP・社債買入れの追加買入れ枠の合算（7.5 兆円ずつ→合わせて 15 兆円）、特別オペでのプロパー融資にかかる 1 金融機関当たりの上限 1,000 億円の撤廃）を決定した。

加えて、2%の「物価安定の目標」を実現する観点から、より効果的で持続的な金融緩和の点検を行うことも公表した。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みの変更は必要ないとしたが、この枠組みの下での各種の施策を点検し、21 年 3 月会合を目的に結果を公表する方針だ。この「点検」が何を意味するのか憶測を呼んでいるが、イールドカーブの形状に何らかの影響を与える可能性もあるだろう。

図表6 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

金融市場：現状・見通し・注目点

20 年の金融資本市場を振り返ると、2～3 月にかけて新型コロナのパンデミック化によって大荒れの展開となったが、主要国政府・中銀による大規模かつ手厚い対策対応によって 3 月末以降は沈静化に向かった。夏から秋にかけて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

10 年ゾーンはゼロ%近傍での展開 継続

長期金利は引き続き 低位で推移

29 年ぶり高値水準 ながらも、スピード調整の可能性 も

したことから株価は一進一退の動きが続いたが、11 月 3 日の米大統領選を機にリスクオンの動きが強まった。

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 月中旬にかけて金利の乱高下が見られたが、日銀を含む主要国中銀による潤沢な資金供給や柔軟な国債買入れを実施したなどもあり、3 月下旬以降の長期金利（新発 10 年物国債利回り）はゼロ%近傍での展開が続いている。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ことも、長期金利の低位安定に寄与したと考えられる。

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）が始まったが、それを前に超長期ゾーンには上昇圧力がかかる場面もあった。しかし、日銀も含め、主要中銀では現行レベルの金融緩和を長期間続けるとの予想が浸透したことから、金利上昇圧力は沈静化、超長期ゾーンも 7 月入り後も落ち着いた動きとなっている。足元の長期金利（10 年ゾーン）は内外の感染再拡大を受けて低下気味に推移している。

また、第 3 次補正予算案では 22.4 兆円の国債追加発行が計上された（前掲）が、前倒し発行分に対応する方針であり、年度内については市中消化額に変更はない。

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ると思われ、全般的に見れば金利水準は低位に推移すると思われる。

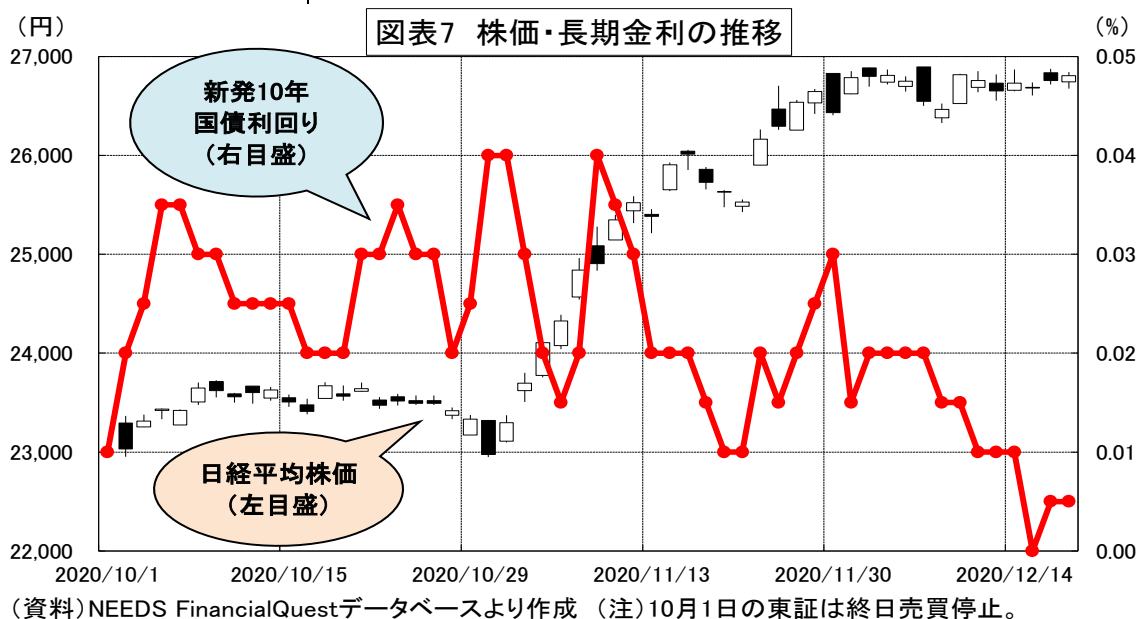
② 株式市場

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、その後は市場安定化のための流動性供給や景気下支え策によって持ち直しに転じ、6 月には 23,000 円台まで回復した。しかし、ワクチン・治療薬が不在な中、景気の V 字回復は困難との見方も根強く、10 月までは上値の重い展開が続いた。

一方、11 月の米大統領選や連邦議会選を受けて、世界的に株

株価は上昇傾向を強めた。バイデン政権が誕生しても、議会のねじれによって公約の大企業や富裕層への課税強化は困難である半面、追加経済対策への期待が高まったことが背景にある。加えて、複数の対コロナ・ワクチンで良好な治験結果が得られたとの報道もあり、リスクオンの流れが一気に強まった。米国株高につられ、日経平均株価も 29 年半ぶりとなる 26,000 円台まで回復した。

大量の過剰流動性の発生によって株式市場には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もある。また、足元ではワクチンへの期待も強い。しかし、景気の二番底リスクも意識されていること、さらに 11 月の株価上昇スピードが速かったこともあり、株価の調整する場面がしばらく続くものと思われる。

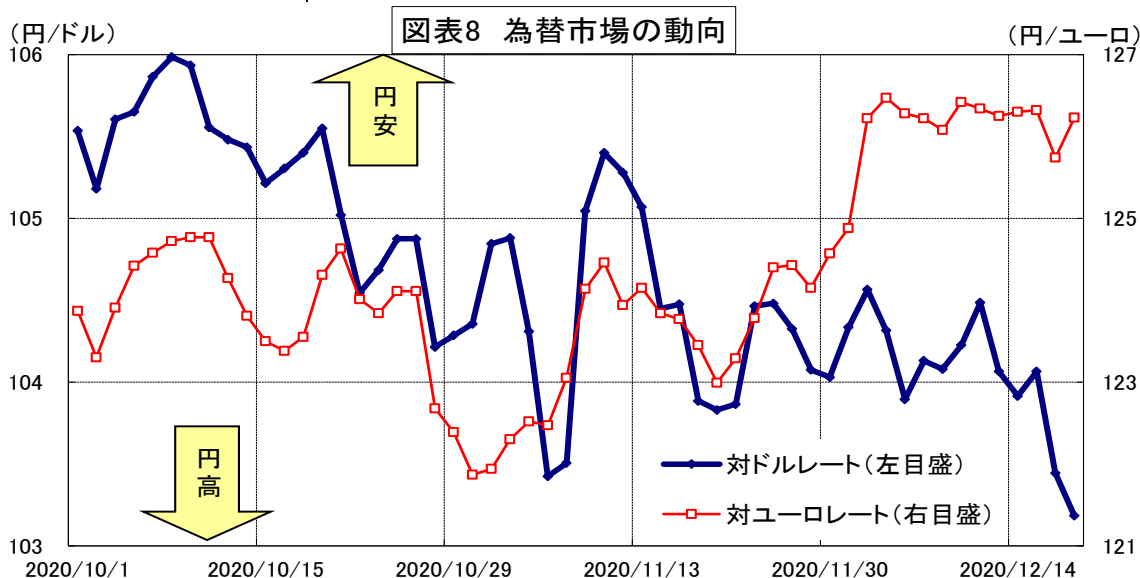


ドル円レートは緩やかな円高が進行

③ 外国為替市場

新型コロナのパンデミック化で、3月上旬には一時1ドル＝101円台まで円高が進む場面もあったが、同下旬には「有事のドル」需要によって110円台を回復するなど、春先の対ドルレートは荒い展開が続いた。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への期待からドル高が進む場面もあったが、その後は緩やかな円高ドル安基調が続いた。

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、日米ともに現行レベルの金融緩和を今後数年間にわたって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。しかし、12月15～16日に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）において、現行の債券購入ペースを継続する期間をそれまでの「今後数ヶ月にわたって」から「雇用や物価に顕著な進展がみられるまで」へ変更し、フォワードガイダンスを強化したと受け止められたことから、足元では円高ドル安が進んだ。とはいえ、ワクチン接種が開始されたこともあり、今後の経済復興や景況感の勢いは米国の方が強いと思われることから、一方的に円高が進行する可能性は薄いだろう。



ユーロ高気味での推移

対ユーロレートについては、8月から9月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。その後、ユーロ高への警戒感や欧州での新型コロナ感染再拡大などから、9月下旬以降はユーロ高が修正される動きとなったが、12月に入ると対コロナ・ワクチンの年内承認見込みによる欧州経済の回復期待などを背景に、再びユーロ高が進み、126円前後での推移となっている。

とはいえ、ユーロ高による経済・物価への悪影響も懸念されれば、欧州中央銀行の追加緩和観測が強まることも予想され、再びユーロ高が修正される可能性もあるだろう。

（20.12.18 現在）