

集団免疫獲得までは国内景気の不安定さは残る

～緊急事態宣言の継続で1～3月期のマイナス成長は濃厚～

南 武志

要旨

政府は新型コロナウイルス感染症の爆発的な感染拡大を受けて1月に緊急事態宣言を再発出したが、当初の期限後も10都府県を対象に継続してきた。それに伴い、10～12月期の高成長（年率12.7%成長）を牽引したGoToトラベル・キャンペーンなど各種の需要喚起策の停止も延長されたほか、消費の自粛ムードも続いており、1～3月期には再びマイナス成長に陥る可能性が濃厚だ。国内でもコロナ・ワクチンの接種が開始されたが、多くの国民が接種を終えて集団免疫を獲得するまでにはまだ時間がかかることなどを踏まえると、21年度上期にかけては景気の不安定な状態が続くとみられる。

金融市場では米バイデン政権の大規模財政政策を巡り、米長期金利が上昇傾向を強めたことに追随する格好で、国内の長期金利も0.1%超まで上昇している。こうした中、日本銀行が3月の金融政策決定会合で公表予定の「点検」内容への注目が高まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2021年				
		2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 (%)		-0.020	-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 (%)	0.520	0.35～0.60	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65
	10年債 (%)	0.115	0.00～0.15	-0.05～0.20	-0.05～0.20	-0.05～0.20
	5年債 (%)	-0.070	-0.15～0.00	-0.18～0.00	-0.18～0.00	-0.18～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	105.8	100～110	98～115	98～118	98～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.2	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)		30,156	30,500±3,000	31,000±3,000	31,000±3,000	31,500±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2021年2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。

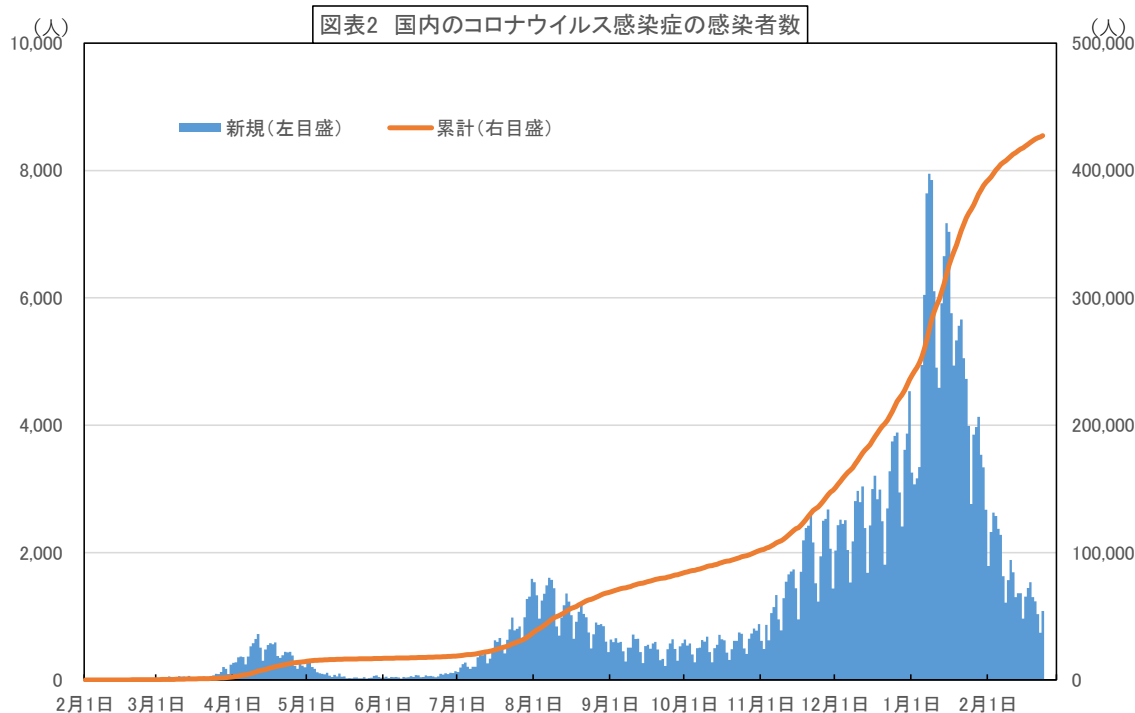
政府は緊急事態宣言の早期解除に慎重姿勢

2021年に入り、新型コロナウイルス感染症の感染拡大が加速度的に広がり、医療崩壊の危機が高まったことから、政府は11都府県を対象に緊急事態宣言を再発出、飲食店に対して20時以降の営業自粛を要請するなど、感染防止を呼び掛けた。その甲斐あってか、1月中旬には入院治療を要する感染者数がピークアウトしたほか、2月には重症者数も減少傾向となるなど、危機的な状況はなんとか脱した感もある。

しかし、最近では新規感染者数が下げ渋りを示すなど、感染再拡大の「火種」が残っていることを危惧する声も少なくない。携帯電話の位置情報データを利用した繁華街の人出も最近

増加傾向を示す地点も散見されている。

政府は、医療体制は依然として逼迫しているほか、感染力が高いとされる変異型ウイルス、さらには「気の緩み」を警戒しており、現在 10 都府県を対象とする緊急事態宣言の早期解除について慎重な姿勢を続けてきた。ワクチン接種によって集団免疫を獲得するまでは、特に大都市部においては感染抑制に力点を置いた対応を続けざるを得ないだろう。

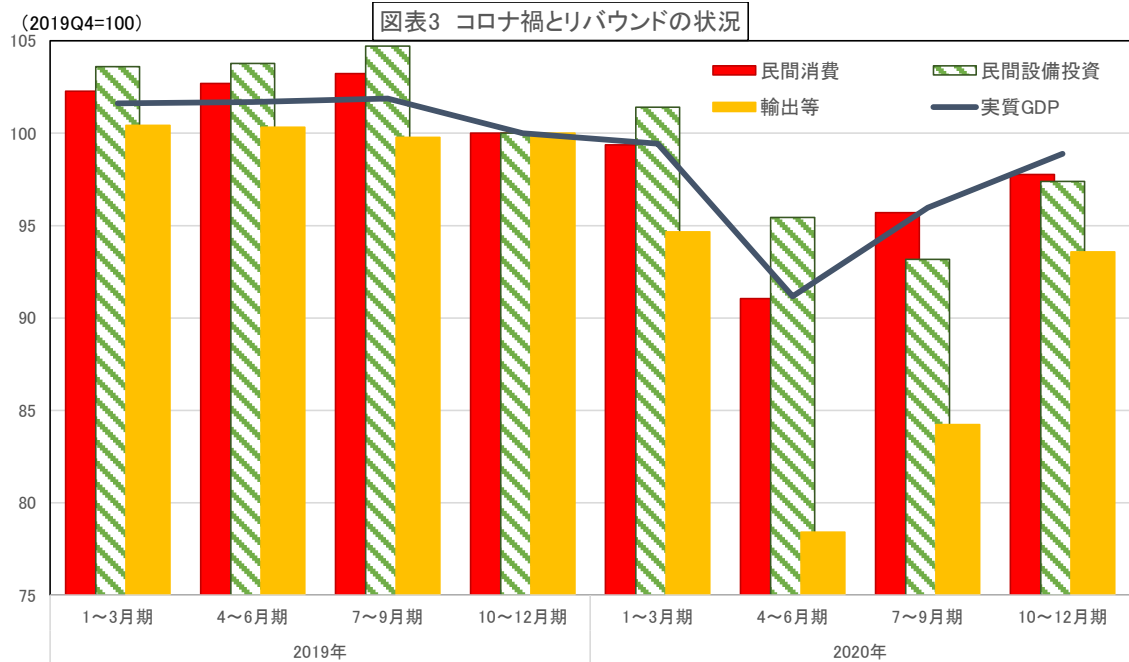


(資料)NHK特設サイト「新型コロナウイルス」(注)クルーズ船内の感染確認は除く(帰宅後の感染確認は含む)。

10～12 月期は 2 四半 期連続のプラス成長

2 月 15 日に公表された 10～12 月期の GDP 第 1 次速報(1 次 QE)によれば、経済成長率は前期比年率 12.7%と、2 四半期連続のプラスとなった。これは中国を含めた主要国の中で最も高い伸び率である。米中向けの輸出が好調だったほか(輸出等は前期比 11.1%、前期比成長率(3.0%)に対する寄与度:1.7 ポイント)、GoTo トラベル、GoTo イートなどの需要喚起策によってサービス消費が刺激されたこと(消費は前期比 2.0%、寄与度:1.2 ポイント)が背景にある。さらに景気の持ち直しに伴い、企業設備投資も前期比 4.5%(寄与度:0.7 ポイント)と 3 四半期ぶりの増加となった。7～9 月期のリバウンドと合わせると、4～6 月期の実質 GDP 減少幅 45 兆円のうち、93%を取り戻した計算になる(ただし、直近ピークである 19 年 7～9 月期からの減少幅 59 兆円に対してはまだ 72%しか取り戻せてい

ない)。



(資料)内閣府経済社会総合研究所「GDP資料より農林中金総合研究所作成

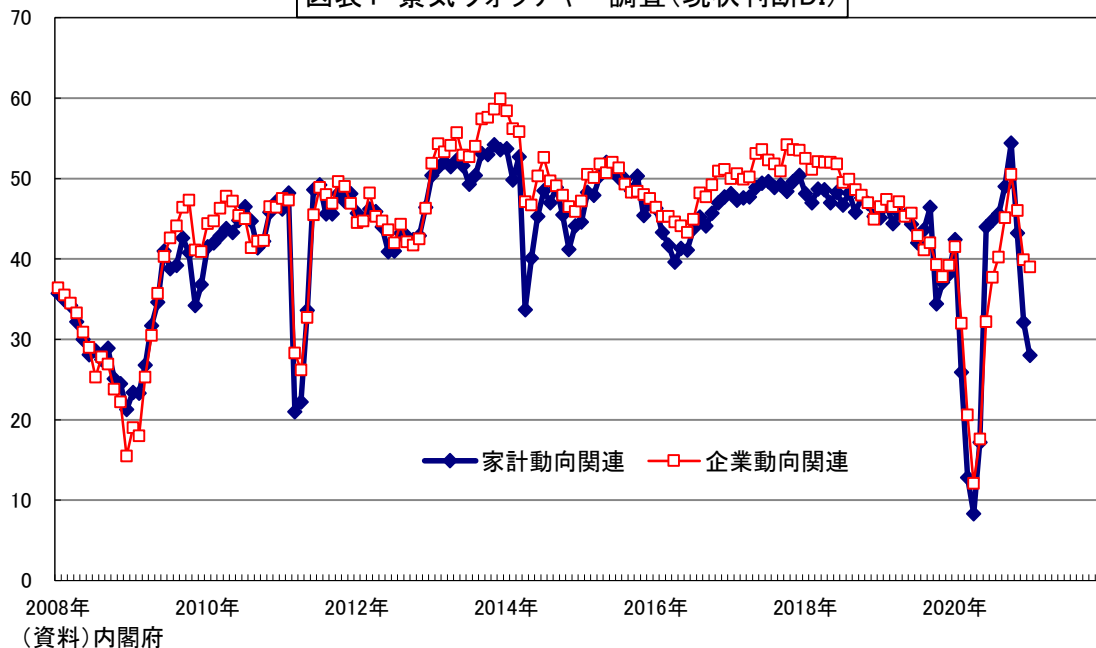
年末以降は回復に足踏みも

とはいえ、年末にかけて新型コロナの感染拡大が広がったことで、高齢者を中心に消費の自粛傾向が強まったほか、GoTo トラベル事業などが一時停止となったこともあり、11 月前後をピークに主要経済指標では改善が一旦止まっている。特に、ソフト・データの悪化が著しく、1 月の景気ウォッチャー調査からは景気の現状判断が3 ヶ月連続で低下したことが見て取れる。

供給サイドの統計である鉱工業生産指数、第3 次産業活動指数はいずれも11、12 月と2 ヶ月連続で低下している。旧正月を控えた前倒し的な動きにより1 月の実質輸出指数が過去最高を更新したこともあり、1 月の鉱工業生産は一旦持ち直すとみられる一方、緊急事態宣言の影響で対個人サービス業を中心に落ち込みが見込まれることから、第3 次産業活動指数は軟調な展開が続くものとみられる。

新型コロナの感染再拡大の影響から消費もサービス部門を中心に低調である。GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数(内閣府)は11、12 月と2 ヶ月連続の低下、6~10 月にかけて回復した分の23%分が剥落した。消費活動指数(日本銀行)からは巣ごもり消費に伴って耐久消費財が底堅く推移したことが確認できるが、消費全体の過半を占めるサービスの落ち込み分を相殺するには至っていない。

図表4 景気ウォッチャー調査(現状判断DI)



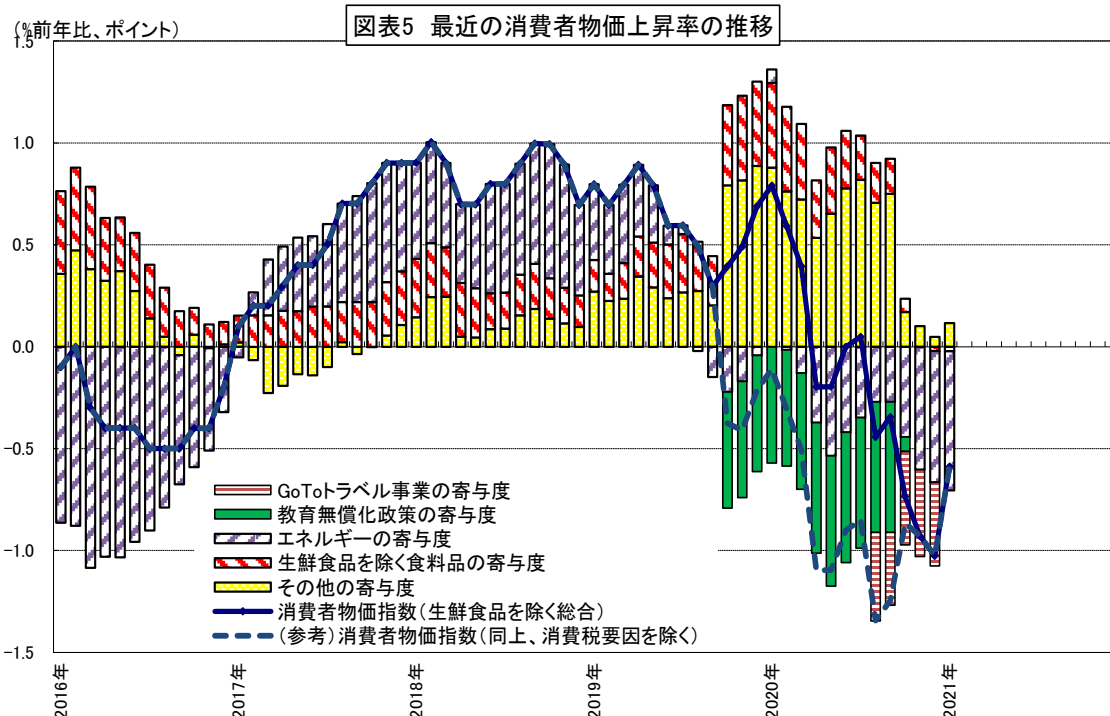
経済見通し：景気の本格的回復は21年度下期以降

今後の景気動向を見通す上では、国内外で始まったコロナ・ワクチン接種によって、感染症に対する集団免疫をいつ獲得できるのかという点が重要であろう。先行して接種を開始した国からは、実際に発症や重症化に対する予防効果を確認できたとの報告も出ており、日本国内でもワクチン接種が広がることへの期待が高まりつつある。とはいえ、一般の国民への接種は夏以降とみられるほか、供給次第では接種開始が半年ほど遅れる可能性も指摘されており、楽観的になるのは時期尚早だろう。

現在の「第3波」は沈静化に向かっていることから、3月7日には緊急事態宣言が全面解除される可能性もあるが、十分に新規感染者数が減少しないままに制限を解除すれば、数ヶ月後に再び医療崩壊の危機が意識される可能性もある。当面は感染状況を見ながら、経済活動の再稼働を段階的に進めていかざるを得ず、景気は「ストップ・アンド・ゴー」の展開が続くことになるだろう。

さて、10～12月期の1次QE発表を受けて当総研は経済見通しの見直しを行ったが、緊急事態宣言の再発出を受けて1～3月期は3四半期ぶりのマイナス成長、20年度を通じても▲5.0%成長と戦後最大のマイナスとなると予測した。一方、21年度は4～6月期には緊急事態宣言の再解除によるリバウンドや内外の大規模な経済政策の効果などにより、景気を持ち直し傾向が

再び強まるだろう。さらにワクチン接種の効果が 21 年度下期には出始めるとみられ、景気回復力が徐々に強まっていくと思われる。21 年度は 3.7% 成長と 3 年ぶりのプラスに転じると予測した。ただし、サービス消費が元の水準に戻るには時間を要すると想定されることもあり、直近ピークの 19 年 7～9 月期の GDP 水準の回復は 23 年以降になるだろう（詳細は後掲レポート「2020～22 年度経済見通し」を参照）。



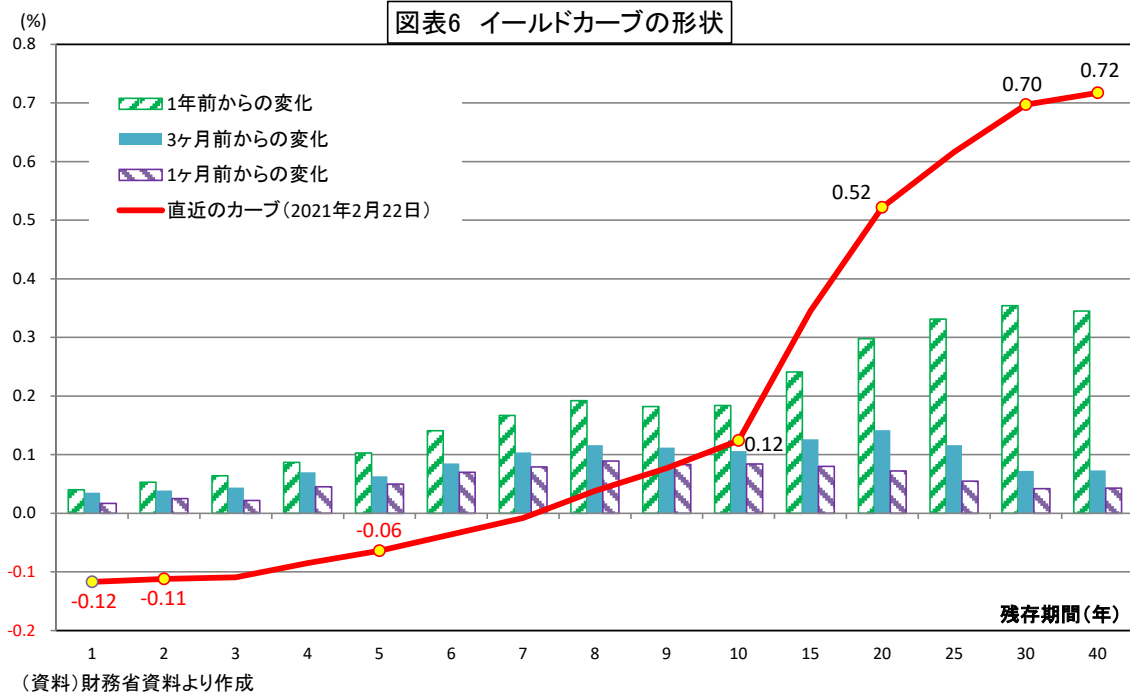
(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：年内はマイルドな下落継続

緊急事態宣言の影響は物価指数にも及んでいる。20 年 8 月以降、GoTo トラベル事業の伴う宿泊費の値下がりにより、消費物価変動率は前年比で 0.4 ポイントほど押下げてきたが、GoTo トラベル事業の一時停止によってその効果が剥落し、物価下落を緩和させている。1 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▲0.6%と 6 ヶ月連続での下落ながらも、12 月（同▲1.0%）から下落幅は縮小した。

先行きについては、携帯電話通信料の値下げなどが反映される半面、21 年度入り後にはエネルギーが押上げ方向に寄与し始めるほか、高等教育無償化の影響も一巡するなど、これまでの押下げ要因が剥落することが見込まれる。GoTo トラベルも中止期間が長引けば、需要が減退しているサービス部門の価格は高

止まりする可能性もあるだろう。しかし、家計所得は厳しい状況が続いているほか、巣ごもり消費で盛上がった耐久財消費も永続するものではなく、将来的に反動減が発生することもありうる。需要不足状態は慢性化するとみられることから、21 年末にかけてマイルドながらも物価下落が続くだろう。



金融政策：憶測を呼ぶ 3 月会合で公表予定の「点検」

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「特別プログラム」の導入（「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。

一方、特別プログラムの期間延長や微修正などを決定した 12 月会合では、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発表したが、その内容がどのようなものになるかについてそれ以降の金融市場で大きな注目を集めてきた。基本的に、現行政策の枠組

金融市場：現状・見通し・注目点

長期金利は 2 年 3 ヶ月ぶりの水準へ上昇

長期金利は 0.1% 台まで上昇

み変更はないとのことだが、30 年来の高値水準で推移する株式市場を踏まえ、ETF の買入れ方針に何らかの変更がされるとの見方、さらには長期金利の変動許容幅を拡大するとの見方など、市場では様々な憶測を呼んでいる。

20 年 11 月の米大統領選前後から、内外の金融市場ではリスクオンの動きが強まっている。主要国ではコロナ禍に対して手厚い金融・財政政策が継続され、大量の過剰流動性が発生する中、コロナ・ワクチンの接種開始などで先々の景気回復期待が高まりつつある。直近でも米バイデン政権が進めようとする大規模な財政政策への期待感から米国長期金利が上昇し始めており、それが国内市場にも余波を及ぼしている。

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

コロナ禍の影響によって 19 年度末にかけて債券市場では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こともあり、3 月下旬には長期金利（新発 10 年物国債利回り）は落ち着きを取り戻し、ゼロ%近傍での展開に戻った。日本銀行が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と決定したことも、長期金利の低位安定に貢献した。

こうした中、昨年 7 月には新型コロナ対策に伴って国債が増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約 100 兆円）されることを控え、超長期ゾーンには上昇圧力がかかる場面もあったが、コロナ禍の下、日銀も含めた主要中銀は大胆な金融緩和措置を長期間続けざるをえないとの予想が浸透したこともあり、金利上昇圧力は沈静化した。その後、20 年内は落ち着いた動きを続けていたが、コロナ・ワクチンの接種開始や米国での相次ぐ追加財政政策などにより、先々の景気回復に対する期待感が高まったことで米長期金利が上昇、それに追随する格好で、国内の長期金利も上昇傾向となった。加えて、日銀が 3 月会合で結果を示すとしている「点検」により、長期金利の変動許容幅を拡大するとの思惑も金利上昇に寄与したとの見方もある。10 年国債利回りは 2 月下旬には一時 0.12% と、約 2 年 3 ヶ月ぶりの高い水準となっている。

先行きは、日銀の国債買入れ方針により、基本的には 10 年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍（0%±0.2%）で推移するような操作が継続されると思われ、過度な金利上昇に対しては買入れ強化などで対応することになるだろう。なお、物価下落に陥っている日本国内での金利上昇の容認は、金融緩和姿勢の後退と受け取られかねない。景気・物価への悪影響も懸念されることから、現段階でのさらなる金利上昇の可能性は薄いと思われる。ただし、日銀のコントロールが及びにくい超長期ゾーンには上昇圧力がかかる場面もあるだろう。



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

30 年ぶり高値水準 ながらも、先行き 一旦は調整する場 面も

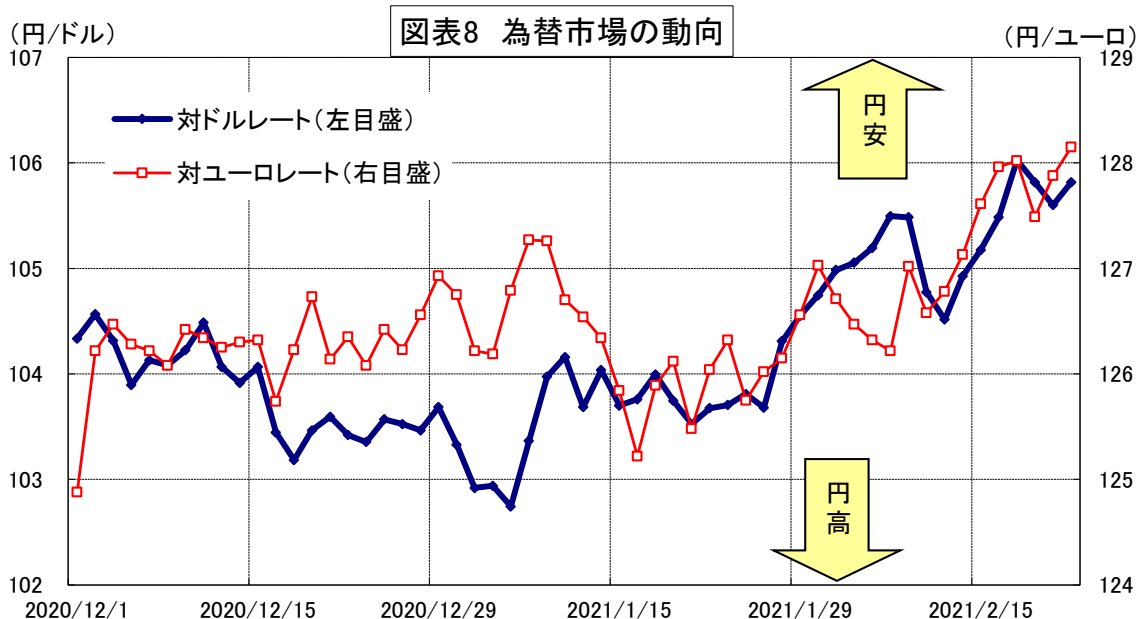
② 株式市場

新型コロナの世界的な感染拡大から、20 年 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。米国株高にもつられて、日経平均株価は 11 月下旬には 26,000 円台が定着、12 月末には 27,000 円を回復、1 月中旬には 28,000 円台が定着するなど、堅調に推移している。

バイデン政権で財務長官に就任するイエレン前 FRB 議長は、大統領選での公約である大企業や富裕層への課税強化は急がず、当面は経済立て直しに注力する考えを表明したが、こうし

た姿勢もリスクオンの流れを強めたものと思われる。

このように、大規模な財政政策や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、ワクチン接種によって近い将来、コロナ禍が沈静化することへの期待も強い。とはいえ、期待先行で買われている面も強いほか、30 年来の高値圏までの上昇ピッチがやや速かったことから、一旦は調整する場面も想定すべきであろう。



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

ドル円レートは一
時 1 ドル = 106 円
台

③ 外国為替市場

新型コロナがパンデミック化した直後、外国為替市場ではドル円レートが一時 1 ドル = 101 円台まで円高が進んだ後、「有事のドル」需要によって 110 円台を回復するなど、荒っぽい展開となった。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たが、20 年末にかけては緩やかに円高ドル高が進んだ。

1 月には緊急事態宣言の再発出を受けて、一時 102 円台半ばまで円高が進む場面もあったが、米国で大規模な財政政策への期待が高まり、米長期金利が上昇したことを受けて、その後は円安ドル高の展開となっている。

こうした中、米国ではインフレ論争が盛り上がり、今後の金融政策に何らかの影響を及ぼすかが議論されている。サ

緩やかな円安ユーロ高が進行

マーズ元財務長官はバイデン政権による 1.9 兆ドル規模の追加財政政策によってインフレ圧力が高まる懸念を表明したが、イエレン財務長官やパウレル FRB 議長らはそうした見方を否定、失業率などは発表されている統計の数値よりもかなり高いと推計されることなどを挙げ、インフレ昂進の可能性は薄いと主張している。

一方、米国でワクチン接種が進んでいることやバイデン政権による大規模な財政政策の効果などもあり、景気改善テンポは米国の方が早いと思われる。そうした景況感格差からも当面はドル高気味の展開が続く可能性が高いと思われる。

年末から年始にかけて、1 ユーロ＝126 円台でのみ合いが続いた対ユーロレートも、足元ではリスクオンの流れから、緩やかに円安ユーロ高が進んだ。政治不安が続いていたイタリアで欧州中央銀行のドラギ前総裁が首相に就任したことへの期待感もユーロ相場を下支えしたとみられ、2 月中旬には一時 128 円と 2 年 2 ヶ月ぶりの水準となった。

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。

(21. 2. 23 現在)