

## 緊急事態宣言の解除後も燃る景気の先行き懸念

### ～日本銀行は緩和長期化への対応を強化～

南 武志

#### 要旨

3月21日を以て緊急事態宣言は全面解除されたが、新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は既に底打ちした可能性もあるほか、感染力が高い変異株の割合が増えており、国・地方自治体では引き続き感染防止に向けた措置を継続していく方針である。10～12月期の成長率を押し上げたGoToトラベル・キャンペーンなど需要喚起策の再開は慎重に判断されるとみられており、一般国民のコロナ・ワクチンの接種が広がり、集団免疫を獲得するまでは本格的な景気回復は困難であろう。

金融市場では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一時0.175%まで上昇したが、コロナ禍が続く下ではイールドカーブ全体を低位安定させることを優先するとの方針を日本銀行が示したことから、上昇圧力は一服した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

| 年／月<br>項 目        |              | 2021年      |              |              |              | 2022年        |
|-------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   |              | 3月<br>(実績) | 6月<br>(予想)   | 9月<br>(予想)   | 12月<br>(予想)  | 3月<br>(予想)   |
| 無担保コール翌日物 (%)     |              | -0.014     | -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 (%)     | 0.445      | 0.35～0.65    | 0.35～0.65    | 0.35～0.65    | 0.35～0.65    |
|                   | 10年債 (%)     | 0.075      | -0.05～0.20   | -0.05～0.20   | -0.05～0.20   | -0.05～0.20   |
|                   | 5年債 (%)      | -0.095     | -0.18～0.00   | -0.18～0.00   | -0.18～0.00   | -0.18～0.00   |
| 為替レート             | 対ドル (円/ドル)   | 108.8      | 100～115      | 100～118      | 100～118      | 100～118      |
|                   | 対ユーロ (円/ユーロ) | 129.5      | 120～140      | 120～140      | 120～140      | 120～140      |
| 日経平均株価 (円)        |              | 28,995     | 30,000±3,000 | 30,500±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3月23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。

#### 緊急事態宣言は3月21日に全面解除されたが、リバウンドへの警戒は根強い

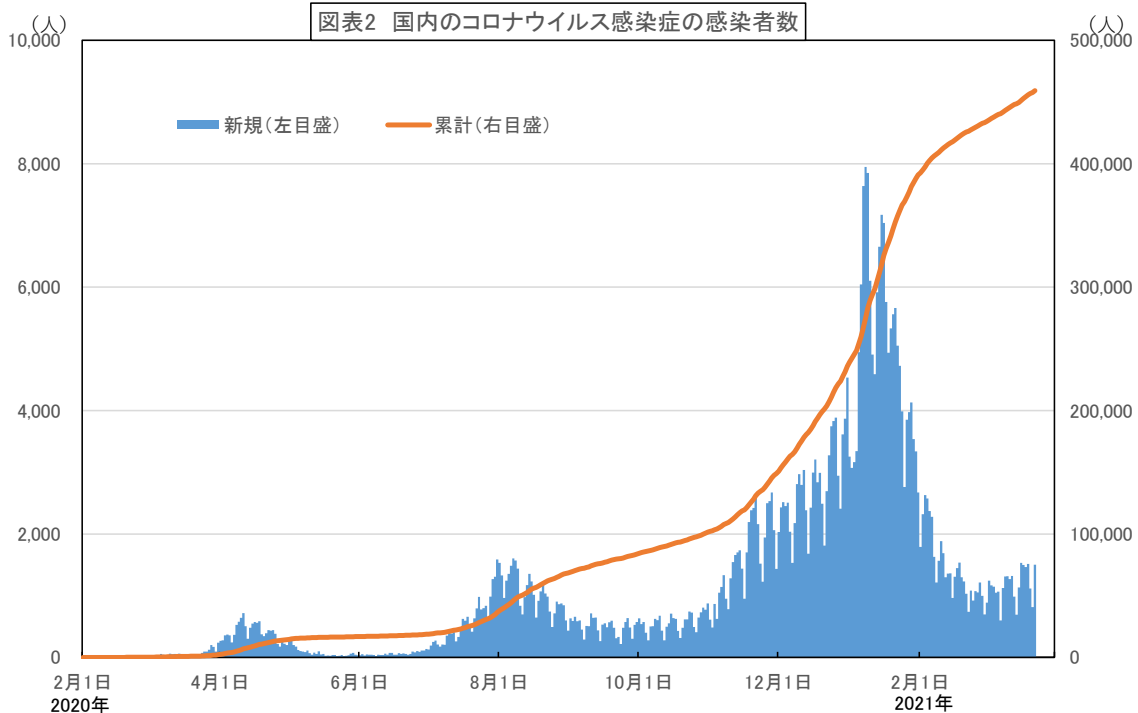
首都圏4都県に対して1月7日に発出されていた緊急事態宣言(実施は8日から)は、新規感染者数などが大きく下がり、医療逼迫も緩和したことから3月21日を以て解除された。とはいえ、感染力が高いとされる変異株による感染割合が高まりつつある中で、新規感染者数は既に底打ちの様相を示すなど、解除に伴うリバウンドを警戒する声は根強い。

一方、政府は同宣言の解除とともに、①飲食の感染防止、②変異株への対応、③無症状者へのモニタリング検査拡充、④ワクチン接種、⑤次の感染拡大に備えた医療体制の強化、といった「感染の再拡大を防ぐための5本の柱からなる総合的な対策」を決定、リバウンド防止に向けて対応していく構えを見せてい

る。加えて、新型インフル等対策特措法の改正で新設された「まん延防止等重点措置（まん防）」を適切に適用することで、感染第4波を未然に防ぐ方針である。

こうした中、今夏に開催を予定している東京五輪・パラリンピックについて、大会組織委員会は「安全で安心な大会を実現するため」海外からの観客を受け入れないことを決定した。会場の観客上限、検査体制などについては4月に方向性を決める方針であるが、状況の変化に柔軟に対応としている。

また、ワクチン接種に関しては、政府は4月最終週に全市町村に対して最低1,000回分のワクチンを届け、高齢者へ優先的に接種していく方針である。5月の大型連休明けからワクチン供給を本格化していく予定であるが、発送元となるEUによる輸出承認などに支障が生じれば、今夏以降を予定している一般の国民への接種は後ズレすることになる。

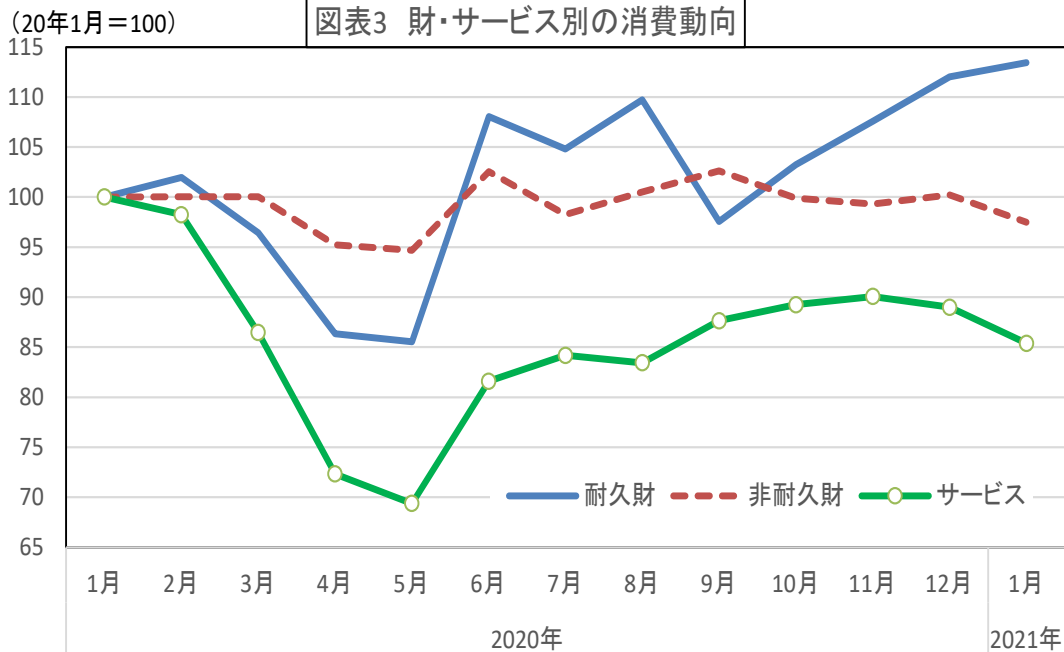


(資料)NHK特設サイト「新型コロナウイルス」(注)クルーズ船内の感染確認は除く(帰宅後の感染確認は含む)。

### 中国向け輸出を牽引 役に景気持ち直しを 継続

以下、足元の経済情勢について簡単にみていきたい。外需については、中国経済の堅調さに牽引される格好で輸出は概ね増加傾向を続けている。2月の実質輸出指数は前月比▲5.6%と、旧正月のズレ、米国南部を襲った記録的寒波、欧州主要国での都市封鎖などの影響から、2ヶ月ぶりの低下となった。ただし、1、2月平均と10～12月平均を比較すると0.9%上回っており、

1～3月期を通して3四半期連続の前期比プラスとなる可能性は高いと思われる。ただし、地域別にみると（1、2月平均と10～12月平均との比較）、米国向けは▲6.4%、EU向けは▲1.4%といずれも低下している半面、中国向けは6.2%、NIEs・ASEAN等向けは6.6%と底堅い動きを続けている。

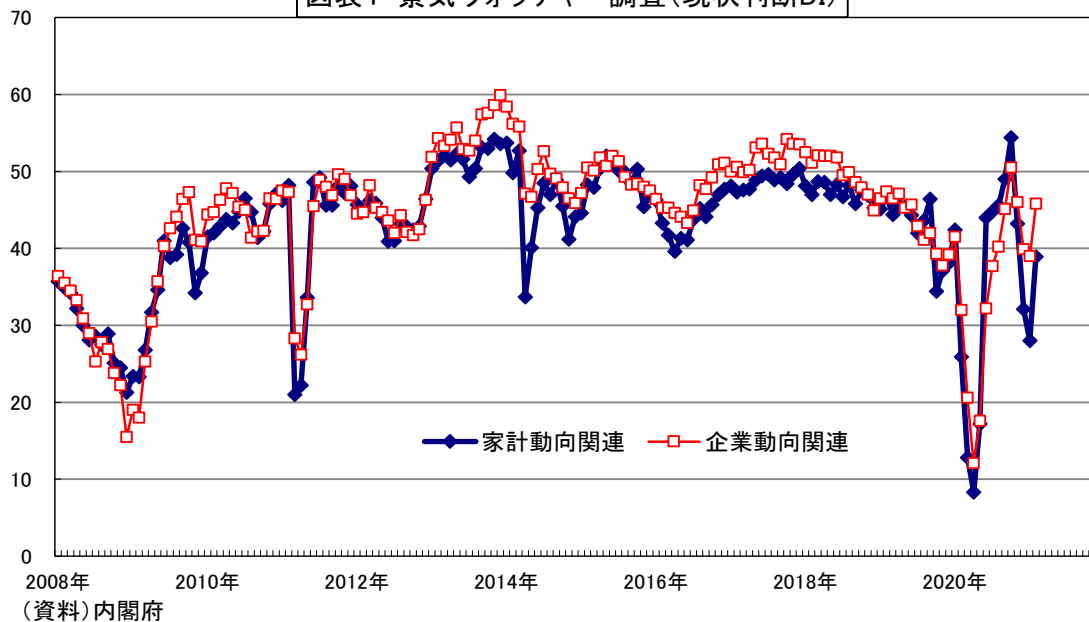


### 消費は鈍いが、マインドは改善方向

一方、消費動向は新型コロナの感染拡大によって緊急事態宣言が再発出されたこともあり、鈍い動きとなっている。GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数（内閣府）の1月分は前月比▲3.0%と3ヶ月連続の低下、水準としても前回の緊急事態宣言（20年4～5月）解除以降で最低となった。なお、日銀の消費活動指数によれば、消費全般が悪いわけではないことも見て取れる。巣ごもり需要で耐久消費財は底堅く推移する半面、消費全体の過半を占めるサービスが落ち込んでいる。

しかし、2月には新規感染者数が大きく減少し、かつ医療従事者へのワクチン接種も開始されたことで、景気動向に対する見方が好転していることも確認できた。2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+10.1ポイントの41.3と4ヶ月ぶりの上昇で、構成する「家計動向関連」、「企業動向関連」、「雇用動向関連」はいずれも上昇。先行き判断DIも同じく+11.4ポイントと3ヶ月連続で改善している。

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 の本格回復は21年 度下期以降

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11.7%と、民間在庫変動の下方修正を主因に、1次QE時(同12.7%)から下方修正された。しかし、2四半期連続の二桁成長、かつ主要国の中で最も高い成長率であったことは変わらずであった。

これを受けて、当総研では経済見通しを改訂したが、景気・物価シナリオ(ワクチン接種が進み、集団免疫を獲得すると目される21年度下期までは本格的な回復は厳しい等)や成長率(20年度：▲5.0%、21年度：3.7%、22年度：2.2%)など主要項目の見通しは据え置いた。ワクチン接種が進み、集団免疫を獲得できれば、経済活動が正常化していくと期待されるが、国内では一般国民への接種は今夏以降とされ、まだ楽観できる状況にはない。集団免疫の獲得まで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(詳細は後掲レポート「2020～22年度改訂経済見通し」を参照)。

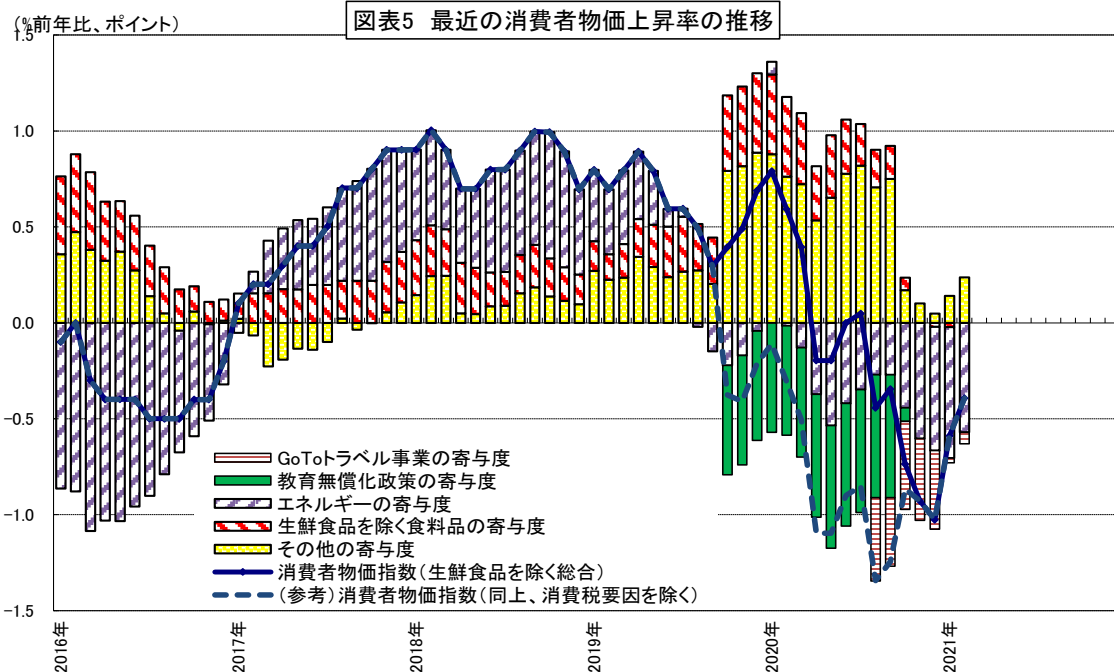
なお、このところ車載半導体の品薄によって、内外の自動車生産にも影響が出ていたが、半導体大手ルネサスエレクトロニクス的那珂工場の火災により、そうした減産に拍車がかかるとの懸念が高まっている。同社では1ヶ月以内の生産再開を目指しているが、半導体製造装置自体も需給が逼迫しているほか、半導体の生産ラインもフル稼働状態で遊休設備による代替

## 物価動向：しばらくマイルドな下落継続

生産も厳しく、影響が長期化するとの見方も多い。自動車製造業の生産波及効果は大きいため、景気全体への影響が懸念されている。

こうした中、物価動向も軟調な動きが継続している。2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▲0.4%と7ヶ月連続での下落であったが、下落幅は2ヶ月連続で縮小した。原油高や円安気味の為替レートにより、足元でガソリン価格が値上がりしており、エネルギーの前年比下落幅が小さくなってきたことが背景にある。

今後、原油高は電気・ガス代などに波及していき、21年度入り後にはエネルギーは物価押し上げ要因に転じるとみられる。一方、携帯電話通話料の引下げが物価指数に反映される可能性があるほか、GoToトラベル事業が再開されれば物価押し下げ効果が強まる場面もあるだろう。そもそも、家計所得環境は厳しく、値上げが浸透するのは困難であり、マイルドながらも物価下落はしばらく続くだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

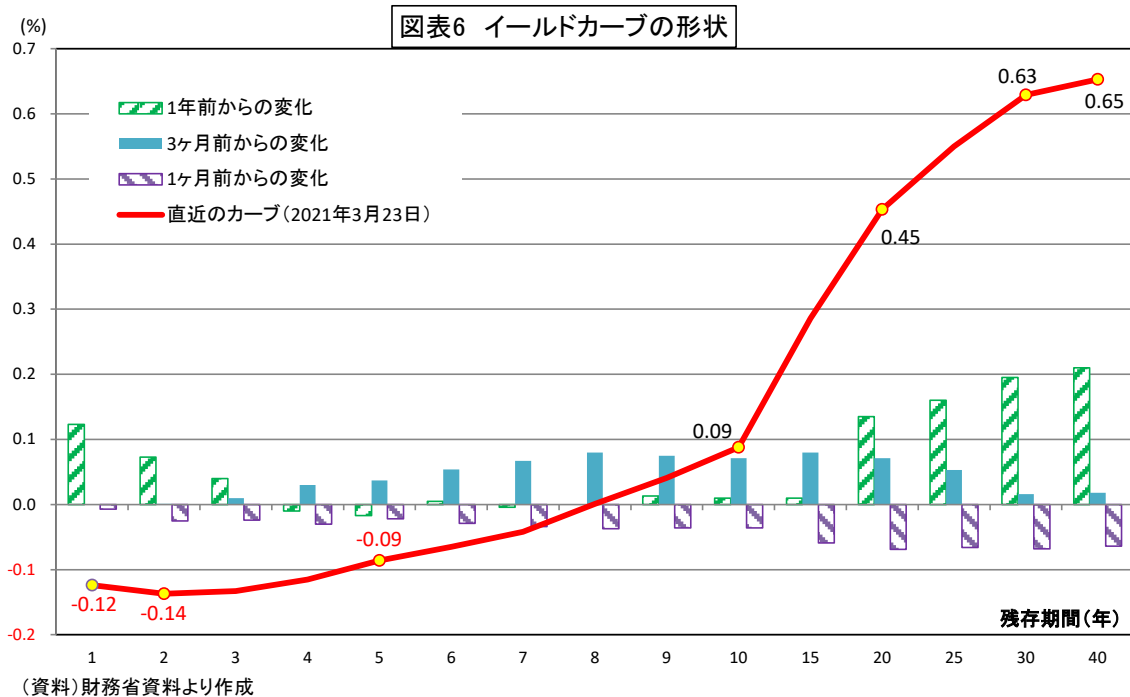
## 金融政策：緩和長期化に向けた措置を導入

3月18～19日に開催された金融政策決定会合では、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検がなされた。現状の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」については想定されたメカニズムに沿って効果を発揮していると評価しつつも、安定的な2%の物価上昇にはなお時間がかかるとして、

今後も持続的な緩和を継続し、状況次第では、躊躇なく、機動的かつ効果的に対応していくことが重要と判断している。

そうした観点から、以下のような政策対応が決定された。第一に、金融仲介機能に配慮しつつ、機動的に長短金利の引下げを行うため、短期政策金利に連動する「貸出促進付利制度」を創設した。第二に、長期金利の変動幅は「±0.25%程度」であることを明確化すると同時に、過度の金利上振れに対しては連続指値オペを導入することとした。第三に、ETF、J-REIT 買入れについては、市場が大きく不安定化した場合に、大規模な買入れを行うことが効果的であることを確認、コロナ対策としての臨時措置として決定したそれぞれ約 12 兆円および約 1,800 億円の年間増加ペースの上限を、コロナ収束後も継続することとし、必要に応じて、弾力的に買入れを行うこととした。さらに、ETF については、個別銘柄に偏った影響ができるだけ生じないよう、今後、指数の構成銘柄が最も多い TOPIX 連動型のみを買入れることとした。加えて、金融政策運営にあたり、金融システムの動向に一層目配りするため、年 4 回の展望レポートを決定する金融政策決定会合において、金融機構局から報告を受けることとした。

ちなみに、現行政策の柱である「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の枠組みは維持が決定されている。



**今回の措置による  
経済・物価や金融  
市場への影響は小  
さい**

「点検」を受けた政策対応に対する評価としては、万一の際にマイナス金利の深掘り（現状▲0.1%である短期政策金利の引下げ）という事態に陥った際の副作用の軽減といった措置を講じてはいるものの、基本的には従来の緩和策を長期間継続するためのものと考えられる。展望レポート（1月）において、日銀は22年度の消費者物価を前年比0.7%（中央値）とするなど、2%の達成が見通せる状況にないことを示している。米国でも採用した「埋め合わせ戦略（平均インフレ目標）」に類似するオーバーシュート型コミットメントを踏まえれば、現状程度の超緩和策を最低でも2年以上は続けざるを得ないことは自明である。

なお、黒田総裁は±0.25%程度とした長期金利の変動許容幅について、決して変動幅を拡大したわけではないとする一方、一定程度の変動は緩和効果を損なわずに市場機能にはプラスに作用するとしている。ETF買入れについても、買入れを減らす、もしくは出口に向かう正常化の一步ではなく、必要に応じて十分なETF買入れを行えるように持続性と機動性を強化したものと説明している。

実際、今回の措置によって緩和効果がより浸透し、経済・物価が事前の想定を上振れて推移する可能性は小さいほか、金融市場への影響も限定的と思われる。

**金融市場：現状・  
見通し・注目点**

21年入り後も内外の金融市場では基本的にリスクオンの流れが続いている。一方で、米国で成立した大規模な財政政策によるインフレ観測から米国長期金利が上昇しており、内外の金融市場への影響が続いている。

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**

**長期金利は一時 5  
年ぶりの水準へ上  
昇した後、沈静化**

新型コロナ対策に伴う国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約100兆円）を控え、20年半ばにかけて超長期ゾーンに上昇圧力がかかる場面もあったが、コロナ禍への対応として日銀も含めた主要中銀は異例の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、金利上昇圧力は間もなく沈静化した。その結果、20年後半にかけて長期金利（新発10年物国債利回り）は落ち着いた動きを続けたが、21年に入り、米国のコロナ・ワクチン接種開始や相次ぐ追加財政政策などに

## 長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

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したことに追随する格好で、国内の長期金利も上昇し始めた。加えて、日銀が3月会合で結果を示すとしている「点検」によって長期金利の変動許容幅を拡大するとの思惑が高まり、長期金利は一時0.175%と、約5年ぶりの水準まで上昇する場面もあった。

前掲した日銀の「点検」について、一部で浮上していた長期金利の変動許容幅の拡大については、「 $\pm 0.25\%$ 」に明確化されたに過ぎず、コロナ禍が続く下ではイールドカーブ全体を低位安定させることを優先するとの方針が示され、会合終了後は上昇圧力が一服した。

日銀の方針により、基本的に10年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍( $0\% \pm 0.25\%$ )で推移するように操作され、当面は現状程度の小幅プラス圏での推移が続くだろう。過度の金利上昇に対しては買入れ強化などで対応するとみられる。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ついては、景気持ち直しの機運が強まれば上昇圧力が高まる場面もあるだろう。



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 30年来の高値水準だが、目先はスピード調整

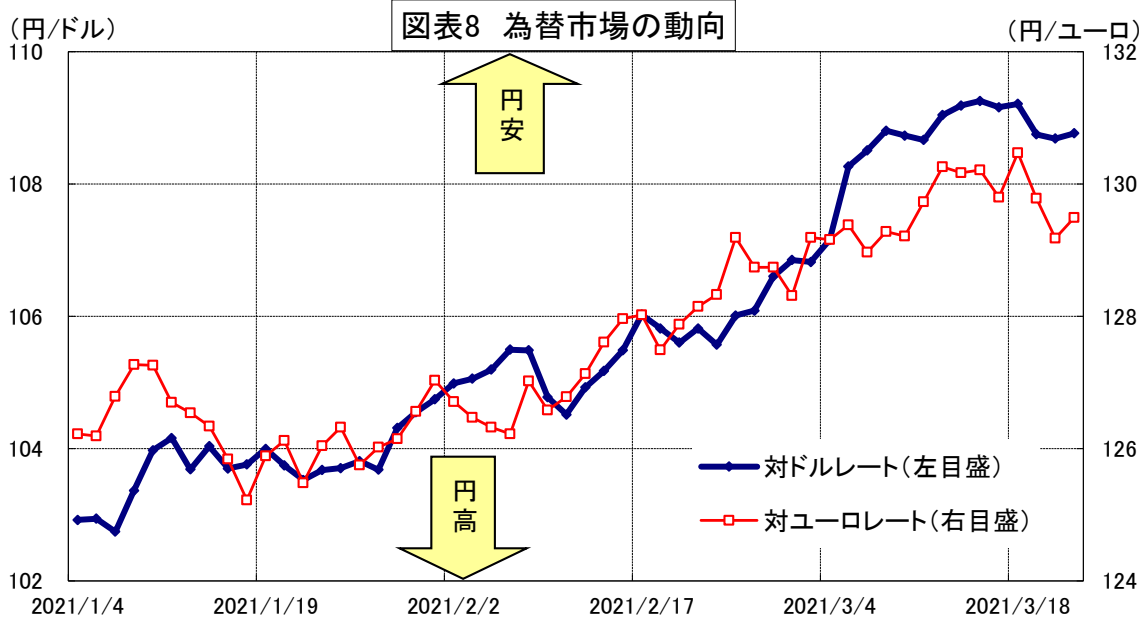
### ② 株式市場

米大統領選前後からの米国株高につられて国内株も上昇傾向を強め、12月末には日経平均株価は27,000円を回復、2月中旬には30年6ヶ月ぶりに30,000円の大台を回復した。ただ

し、米国で1.9兆ドル規模の経済対策が成立したことで長期金利が上昇したことへの警戒やスピード調整的な動きが重なり、この1ヶ月ほどは30,000円前後でのみ合いが続いている。

こうした中、日銀はETF買入れ方針について、今後は指数の構成銘柄が最も多いTOPIX連動型のみを買い入れることを発表した。それを受けて、グロース株が売られ、割安なバリュー株が買われる動きも散見された。

現状7兆円前後の年間増加ペースとなっているETF買入れについて、日銀は株式市場が大きく不安定化した場合には大規模な買入れを行うことが効果的との見解を示しており、下落局面では実際に買い支える可能性が示されたといえるだろう。一方で、相場が堅調な場面では買入れがやや鈍化することもありうるが、そのこと自体は相場への影響はほとんどないとみられる。目先は米国の長期金利動向に左右される場面も想定され、スピード調整が続くと思われるが、大規模な過剰流動性の存在は株価を下支えするだろう。また、中国などアジアに加え、欧米諸国でも景気持ち直し傾向が強まれば、株価は再び上昇傾向を強めるものと思われる。



(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 = 109 円  
台**

### ③ 外国為替市場

20 年末にかけてドル円レートは緩やかな円高ドル安が進行したが、1月の緊急事態宣言の再発出によって一時1ドル=102円台半ばまで円高が一段と進んだ。しかし、その後は米国で大

**1 ユーロ = 130 円前  
後まで円安ユーロ  
高が進行**

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円安ドル高の展開となっている。3 月中旬には 9 ヶ月ぶりの 109 円台となった。

米長期金利上昇の背景には、1.9 兆ドル規模の追加財政政策がインフレ圧力を高めるとの警戒があるが、政策当局では労働市場は発表されている統計ほど改善が進んでいないと評価するなど、インフレ昂進の可能性は薄いとしているほか、インフレをコントロールするための手立ても十分あるとしている。

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。

また、対ユーロレートも、21 年入り後、緩やかに円安ユーロ高が進んだ。米長期金利に追随する格好で独長期金利も上昇（マイナス幅の縮小）したほか、特殊要因によるとはいえ物価下落に歯止めがかかったことなどが背景にあるとみられる。3 月中旬には一時 1 ユーロ = 130 円と 2 年 4 ヶ月ぶりの水準となった。

しかし、ユーロ高による経済・物価への悪影響も懸念されていることから、欧州中央銀行は 3 月理事会でパンデミック緊急購入プログラム（PEPP、1 兆 8,500 億ユーロ）による債券の買入れペースを 4～6 月期に加速することを決定した。そのため、一旦はユーロ高が修正される可能性もあるだろう。

(21. 3. 24 現在)