

## 感染急拡大で3度目の緊急事態宣言へ

～国内景気の本格回復は21年度下期以降と想定～

南 武志

### 要旨

2回目の緊急事態宣言の全面解除後、新型コロナウイルス感染症の感染拡大は収まるどころか、むしろ事態は悪化に向かっている。政府は東京都、大阪府、京都府、兵庫県に対する3度目の緊急事態宣言の発令を決定したが、それに伴い、サービス消費を中心とした経済活動の停滞長期化が懸念される。一方、コロナ・ワクチンの接種が進んだ国では景気回復の加速も見られることから、日本が集団免疫を獲得すると期待される21年度下期には景気回復が本格化する可能性があるだろう。

金融市場では、米長期金利の上昇一服やそれに伴うドル高修正、さらには緊急事態宣言の再々発出への警戒などから、足元ではリスクオフが強まっており、長期金利も低下傾向にある。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2021年				2022年
	4月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.013	-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 (%)	0.430	0.35~0.65	0.35~0.65	0.35~0.65
	10年債 (%)	0.065	-0.05~0.20	-0.05~0.20	-0.05~0.20
	5年債 (%)	-0.110	-0.18~0.00	-0.18~0.00	-0.18~0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	107.9	100~115	100~118	100~118
	対ユーロ (円/ユーロ)	130.0	120~140	120~140	120~140
日経平均株価 (円)	29,188	29,750±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)

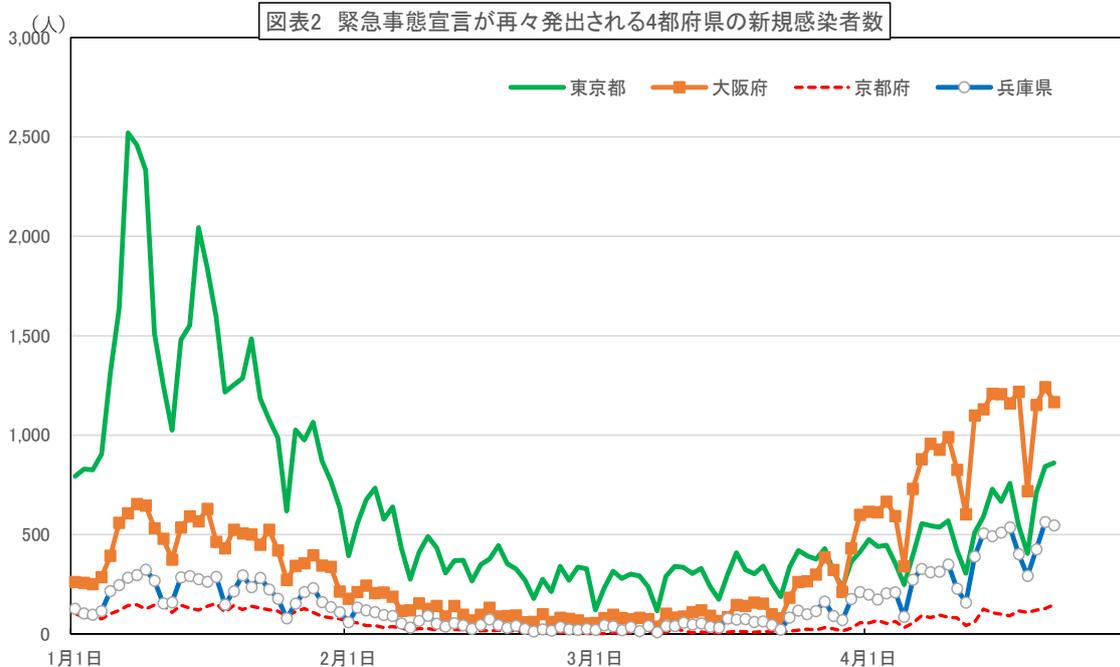
(注)実績は2021年4月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

### 第4波によりまん延防止措置等重点措置が10都府県に適用

2回目の緊急事態宣言は3月21日を以て全面解除されたが、その後も新型コロナウイルス感染症の感染拡大には歯止めがかかっていない。政府は各都府県からの要請を受け、宮城県、大阪府、兵庫県に対して新型インフル等特措法改正で新設された「まん延防止等重点措置」を適用(4月5日から実施)したことを皮切りに、これまで10都府県を対象に同措置を実施している。しかし、従来株に比べて感染力が強いと指摘される変異株の大流行によって、既に感染「第4波」に襲われており、政府は感染が急拡大している東京都、大阪府、京都府、兵庫県に対して3度目となる緊急事態宣言を発出することを決定した(期間は4月25日~5月11日まで)。対象となる4都府県で

は、休業や飲食店に対する酒類提供の自粛の要請など、これまでよりも一段踏み込んだ措置を検討している。

感染拡大の打開策として期待されるワクチン接種については、2月17日から国立病院などの医療従事者から先行・優先接種が始まり、4月12日には65歳以上の高齢者への優先接種も開始された。主要国と比べて接種は大きく出遅れているが、政府は米ファイザーと5月に承認が見込まれる米モデルナの2社から9月末までに計2億4,400万回分（うちファイザーからは1億9,400万回分）を確保したとしている。ワクチン接種が広がっている国では景気の加速も見られることから、21年度下期にも集団免疫を獲得できれば、日本でも景気回復が本格化する可能性があるだろう。



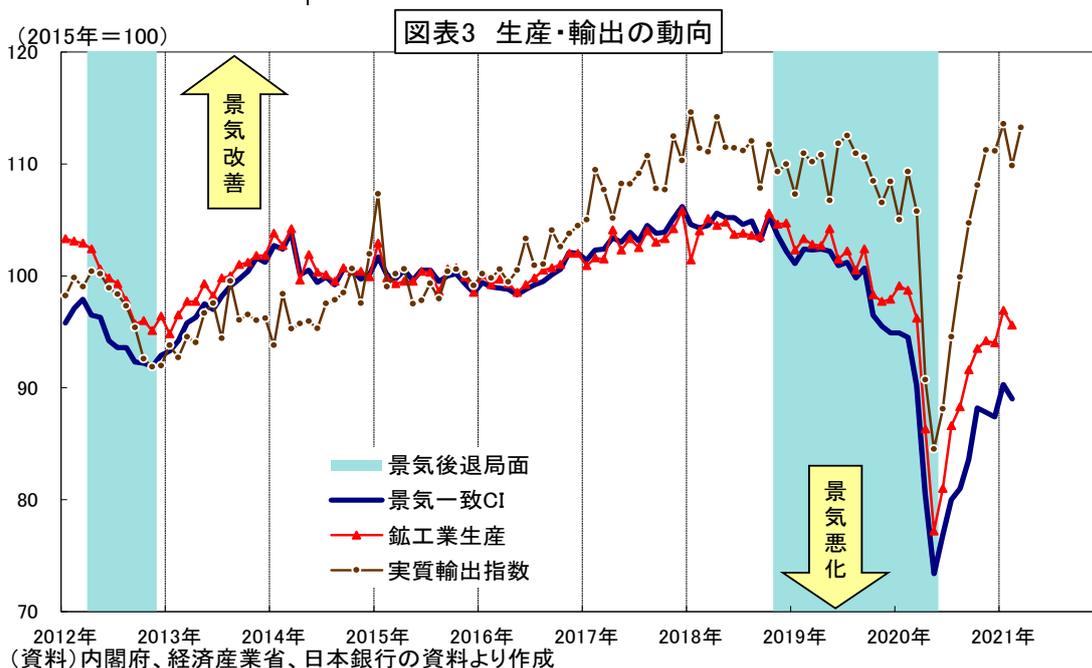
(資料)NHK特設サイト「新型コロナウイルス」

### 中国などアジア向け輸出が景気持ち直しを牽引

以下、足元の経済情勢について簡単にみていきたい。これまでと同様、いち早くコロナ前の水準回復を果たした中国向けの輸出を牽引役として景気を持ち直し自体は進行中ではあるが、感染対策の影響を受けて対面型サービス消費は不調が続くなど、二極化の状況に変わりはない。

まず、輸出については3月の実質輸出指数は前月比3.1%と、旧正月要因、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低下した2月分からの持ち直しが見られた。1~3月期を通じては前期比1.9%と3四半期連続のプラス

だったが、二桁増だった 20 年下期からは大きく鈍化した。中国向け（前期比 6.7%）は依然底堅かったものの、米国向け（同 ▲2.1%）、EU 向け（同 1.7%）などの鈍さで一部相殺された格好である。こうした輸出減速などに加え、世界的な半導体不足による自動車減産もあって、鉱工業生産も 1～3 月期は伸びが鈍化した模様だ。この半導体の品薄状態は年内の解消見込みは低いと見られ、今後の景気回復の足枷になることも想定される。



### 消費マインドに持ち直しが見られたが、サービス消費を中心になお低調

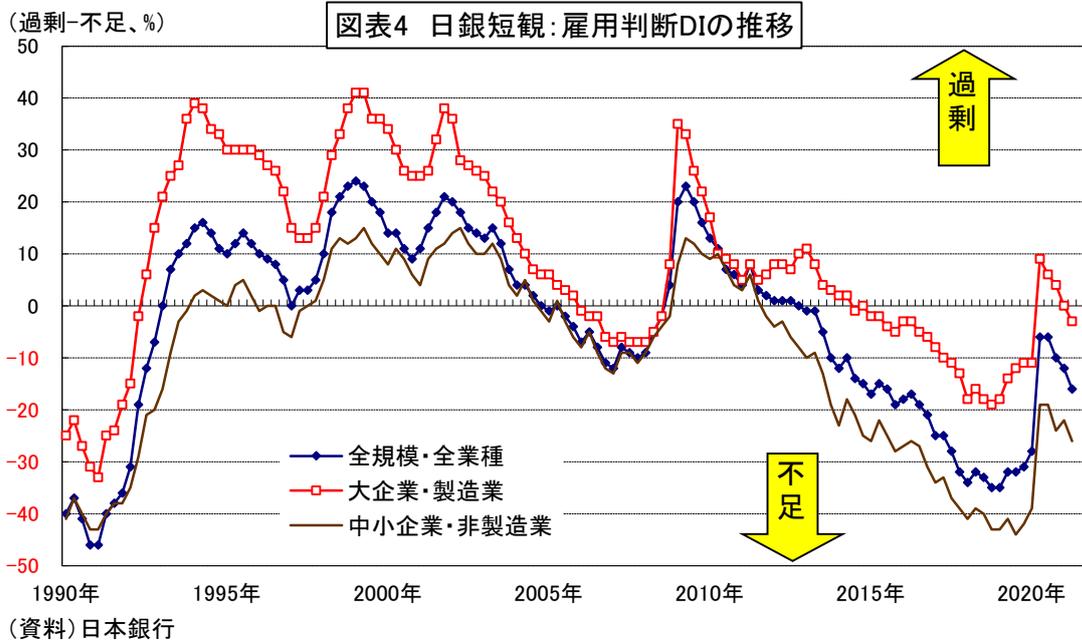
1 月後半以降は新規感染者数が減少に転じ、かつ医療従事者へのワクチン接種も開始されたことから、消費マインドに回復が見られた。3 月の消費動向調査によれば、マインドを示す消費者態度指数は 2 ヶ月連続で改善、20 年 2 月以来の水準となった。日本銀行が試算する消費活動指数（実質ベース、旅行収支調整済）の 2 月分も前月比 1.3%と 2 ヶ月ぶりに上昇、消費全体の半分を占めるサービス部門も 3 ヶ月ぶりに改善した。とはいえ、対面型のサービス消費を中心に低調である状況はほとんど変化していないのが実際のところだ。

設備投資関連では、2 月の機械受注（船舶・電力を除く民需）は前月比 ▲8.5%と 2 ヶ月連続の減少となり、内閣府の基調判断も「持ち直している」から「持ち直しの動きに足踏みがみられる」へ下方修正されたものの、鉱工業統計の資本財出荷指数や 3 月の工作機械受注・内需などは持ち直し傾向を続けるなど、

## 製造業の景況感が大きく改善

製造業での投資意欲は依然底堅いと思われる。

また、日銀短観（3月調査）によれば、2回目の緊急事態宣言が発出されていた期間を挟んだものの、企業マインドは総じて改善が見られた。大企業・製造業の業況判断DIは5（前回から+15ポイント）、同・非製造業は▲1（同じく+4ポイント）と、いずれも3期連続の改善であったが、輸出の急速な持ち直しに支えられた製造業の改善が目立った。さらに、同・製造業では雇用人員の過剰感も解消されている。20年度の企業業績や設備投資の実績見込みは前年割れであるが、21年度については増収増益見通しであるほか、設備投資計画も3月調査時点としては「初」の増加となるなど、先行きに対する期待が高い様子が見てとれる。



## 経済見通し：景気の本格回復は21年度下期以降

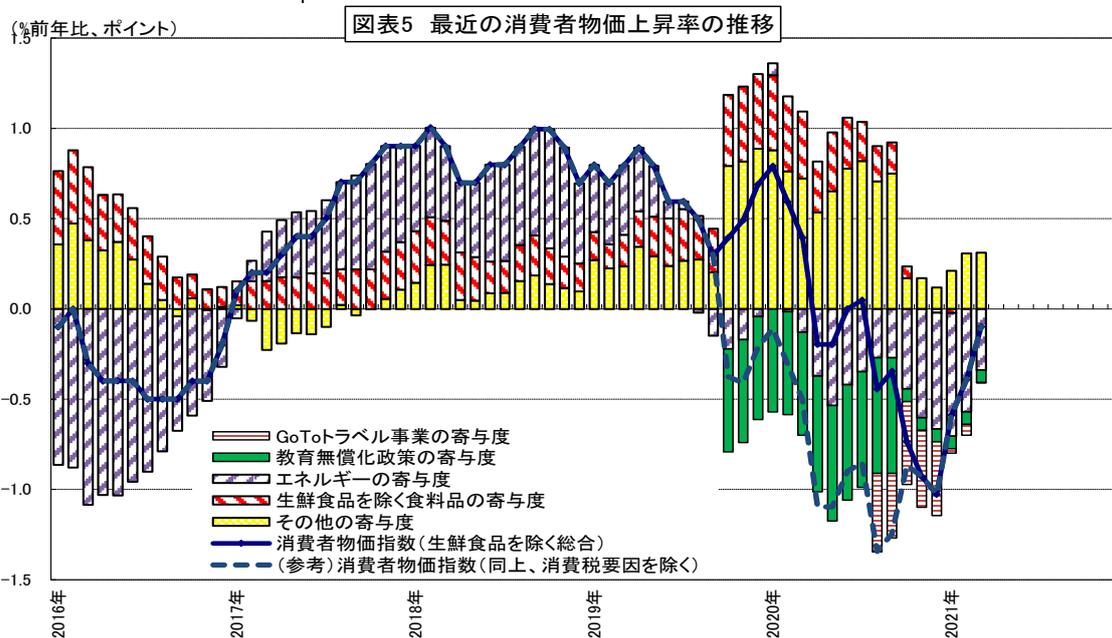
先行きについては、冒頭でも触れたように、ワクチン接種が一般国民に広く浸透し、集団免疫を獲得すると期待される21年度下期までは国内の経済活動が本格的かつ持続的に回復することは難しく、これまでと同様、感染状況を見ながら、経済活動の停止・再開を繰り返さざるを得ないだろう。日本経済は今しばらく「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続くとの見方の変更はない。足元4~6月期は、マイナス成長だった可能性がある1~3月期からのリバウンドが期待されていたが、緊急事態宣言の再々発出によって、そうした予想を下振れする公算が高い。こうした中、米国の大規模な経済対策や中国経済の底

**物価動向：エネルギー高により一時的に前年比上昇に転じる可能性も**

堅さといった「恩恵」を享受するなど、外需が下支えすることとなるだろう。

コロナ禍で需要が大きく減退した中、物価は全般的に軟調な展開となっていたが、足元ではエネルギー・原材料など「川上」の価格上昇が波及しつつある。3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▲0.1%と8ヶ月連続での下落であったが、下落幅は3ヶ月連続で縮小した。GoTo トラベル事業の中断により、宿泊費の値下げが止まっているほか、原油高によってエネルギーの前年比下落幅が小さくなったことが背景にある。

4月以降、原油高が電気・ガス代などに波及していき、物価上昇率を一時的にプラス圏に押し上げる場面もあるだろう。しかし、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再び強まるとみられる。そもそも、家計の所得環境は厳しいため、値上げが浸透するのは困難と思われ、物価上昇率が持続的に高まっていく可能性は薄いと思われる。



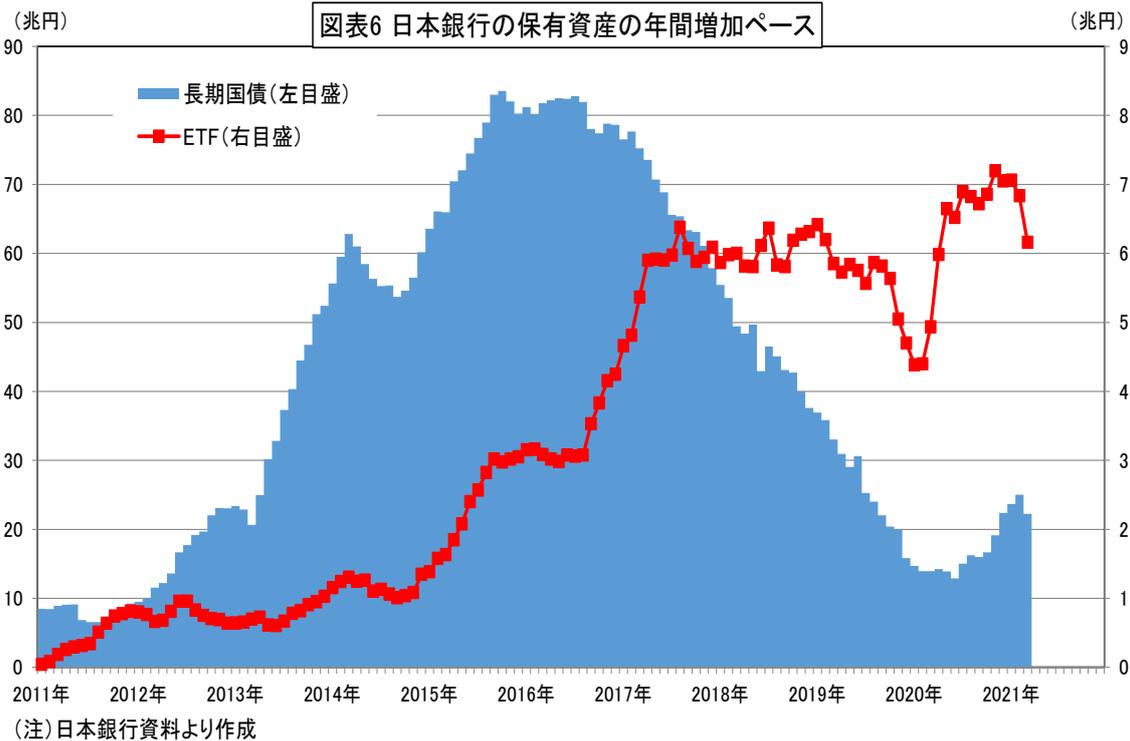
**金融政策：粘り強く現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を続ける方針**

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され、今後とも大胆な金融緩和措置を続けていく姿勢が示された。

改めて現行政策を整理すると、①長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）として、短期政策金利を▲0.1%（日本

銀行当座預金のうち政策金利残高に対して)とし、かつ長期金利(10年物国債金利)がゼロ%程度で推移するよう上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う、②資産買入れ方針として、ETFおよびJ-REITについてはそれぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行い、CP等、社債等については21年9月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、それぞれ買入れを行う、というものである。

加えて、3月に実施した金融緩和策の「点検」を受けて、③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、④過度の金利上振れに対しては連続指値オペを導入する、といった措置を講じた。なお、4月以降のETF買入れについてはTOPIX連動型のみを買い入れることになった。

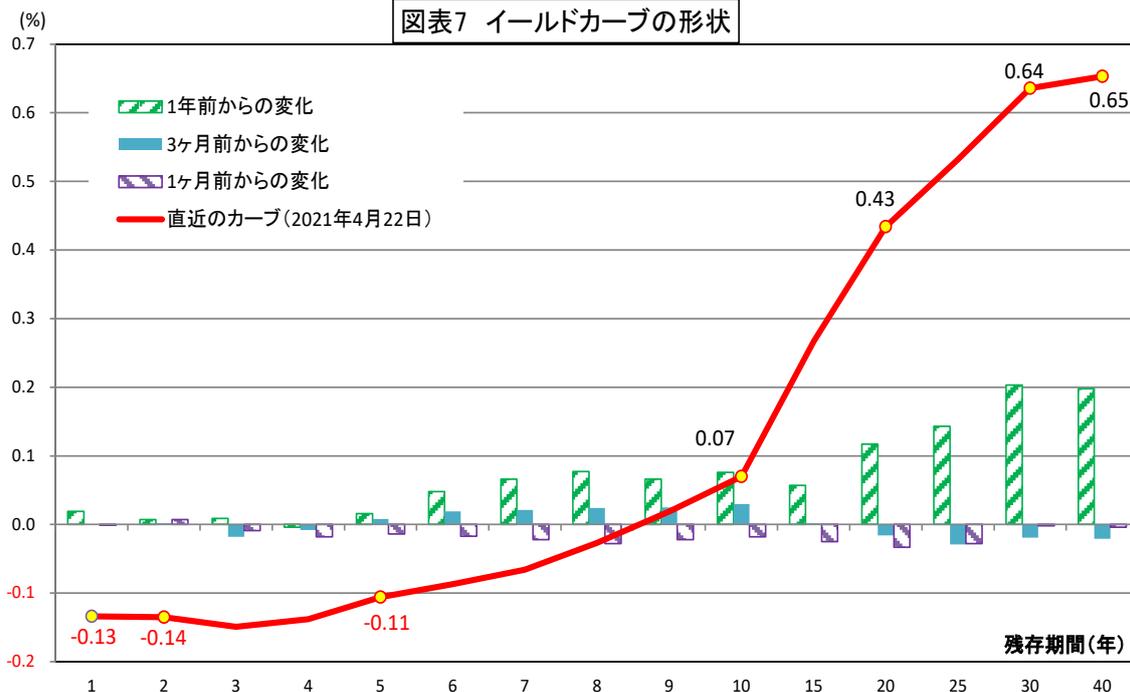


**点検後の措置による経済・物価や金融市場への影響は小さい**

こうし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たものの、基本的には大規模な緩和策を長期間継続するための微修正と考えられる。逆に3月の措置による経済・物価や金融市場への影響は小さいとみられる。

4月27日には展望レポート（4月）が公表予定であるが、新たに予測を公表する23年度分の物価見通しについても2%を大きく下振れた数字になると見られる。米国でも採用された「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の存在を踏まえれば、現状程度の緩和策は少なくとも今後3年は続く可能性が高いだろう。

図表7 イールドカーブの形状



(資料)財務省資料より作成

### 「金融システムレポート」では債務返済能力を意識した分析

一方、4月20日に公表した「金融システムレポート」では、先行き、企業金融の課題が資金確保（liquidity）から債務返済（solvency）へ徐々にシフトしていくことを意識した分析を行っている。景気回復が遅れる場合には、コロナ禍の影響を強く受けた企業などへの貸出の信用力に悪影響が及ぶリスクがあるとし、不動産市場動向やM&A等に関連してレバレッジを大幅に高めた大口与信先の収益動向などを注視していく必要があるとしている。

### 金融市場：現状・見通し・注目点

3月にかけて上昇した米国長期金利は、4月入り後は緩やかな低下傾向に転じたが、それに伴って「米国株高・ドル安」傾向となっている。一方、ワクチン接種が遅れている国内において感染「第4波」が襲来していることへの警戒もあり、足元の金融市場はやや膠着した状態となっている。

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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

### 長期金利は一時5年ぶりの水準へ上昇した後、沈静化

#### ① 債券市場

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年夏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、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年に入ると米国のコロナ・ワクチン接種の開始や大規模な追加財政政策などによって米長期金利が上昇したことに追随する格好で、国内の長期金利にも上昇圧力が加わった。日銀の「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も加わり、2月末には長期金利は一時0.175%と、約5年ぶりの水準まで上昇する場面もあった。

しかし、「点検」において長期金利の変動許容幅について「±0.25%」に明確化したに過ぎないとの説明があったほか、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たため、3月会合の終了後は上昇圧力が一服した。さらに、米国長期金利の上昇一服や国内の感染再拡大などにより、足元の長期金利は落ち着いた動きとなっ

## 長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

## 30年来の高値水準だが、目先はスピード調整

## 米長期金利の上昇一服やリスクオフでドル高が修正

ている。

日銀の方針によって10年ゾーンの金利については当面ゼロ%近傍(0%±0.25%)で推移するように操作されるとみられ、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、米国の長期金利が再び上昇する、もしくは景気持ち直しの機運が強まるような場面では上昇圧力が高まるだろう。

### 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円の台を回復した。一方で、米国で成立した1.9兆ドル規模の経済対策などによって内外の長期金利が上昇傾向を強めたことへの警戒やスピード調整的な動きが重なり、その後は30,000円前後での上値の重い展開が続いた。特に直近は、米長期金利の上昇一服やドル高修正、景気加速の期待などを背景に米国株がじり高で推移する中、国内株は緊急事態宣言の再々発出への警戒や円高進行を受けて調整色を強めている。

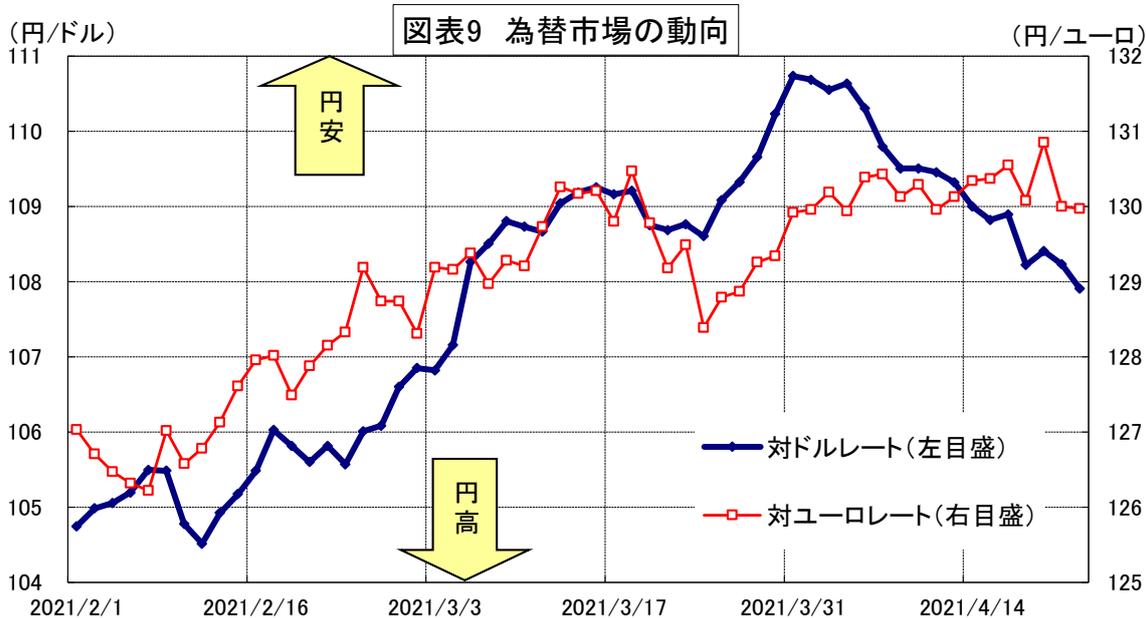
先行きについては、引き続き米国のインフレ率や長期金利動向に左右される場面も想定されるものの、主要国で発生している大規模な過剰流動性の存在は今しばらく株価を下支えするとみられる。また、基本的に世界経済はコロナ禍からの持ち直し基調を続けると見込まれるため、業績見通しの上方修正とともに株価は再び上昇傾向を強めていくと予想する。

### ③ 外国為替市場

1月に緊急事態宣言が再発出された際、ドル円レートは一時1ドル=102円台半ばまで円高が進んだが、その後は米国で誕生するバイデン政権による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円安ドル高の展開となった。3月下旬には111円目前と1年ぶりの水準まで円安が進んだ。しかし、4月に入り、米長期金利の上昇一服から、これまでのドル高を修正する動きが強まったほか、直近では緊急事態宣言の発出観測からリスクオフによる円買いも加わり、107円台となっている。

先行きについては、金利差や景況感格差の面から今後とも円

高が一方的に進む可能性は薄いと思われる。中期的にみればドル高気味の展開が続く可能性が高いだろう。



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

### 対ユーロは 130 円 前後での展開

また、21年入り後、対ユーロレートも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ったとみられる。3月中旬には一時1ユーロ=130円台と2年4ヶ月ぶりの水準となった。直近1ヶ月は130円前後の展開となっている。

欧州中央銀行は4月以降、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加速させるなど、日銀と同様、大規模な緩和措置を継続しており、金融政策の方向性はほぼ同じとみられるほか、ワクチン接種も日本ほどではないものの、やや遅れ気味であることから、先行き、一方的にユーロ高が進行することは考えにくい。

(21.4.23 現在)