情勢判断

国内経済金融

ワクチン接種が本格化したが、景気の出遅れ感は否めず

～3回目の緊急事態宣言で4月以降も消費は停滞～

南　武志

要旨

政府は4月25日から東京都、大阪府、京都府、兵庫県に対して3回目となる緊急事態宣言を実施したが、全国的な新型コロナウイルス感染症の感染急拡大を受けて、その後、計10都道府県まで対象範囲を拡大、対面型のサービス消費を中心に経済活動の停滞が懸念されている。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ものの、それに出遅れた日本が集団免疫を獲得するのは21年度下期以降であり、本格的な景気回復は後ズレする可能性が高い。それまでは輸出頼みの景気回復とならざるを得ないだろう。

内外の金融市場では米国のインフレ動向やそれに対する金融政策の転換時期に関する思惑が高まっている。足元では債券、株式市場ともにもみ合う展開が続いている。

図表1　金利・為替・株価の予想水準

項目＼年／月			2021年				2022年
			5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		(%)	-0.016	-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	(%)	0.440	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	(%)	-0.100	-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)	108.7	100～115	100～118	100～118	100～118
	対ユーロ	(円/ユーロ)	133.3	125～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価		(円)	28,553	28,500±3,000	29,500±3,000	30,000±3,000	31,000±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2021年5月25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。

コロナ・ワクチンの接種がようやく本格化したが、予断は許さぬ状況

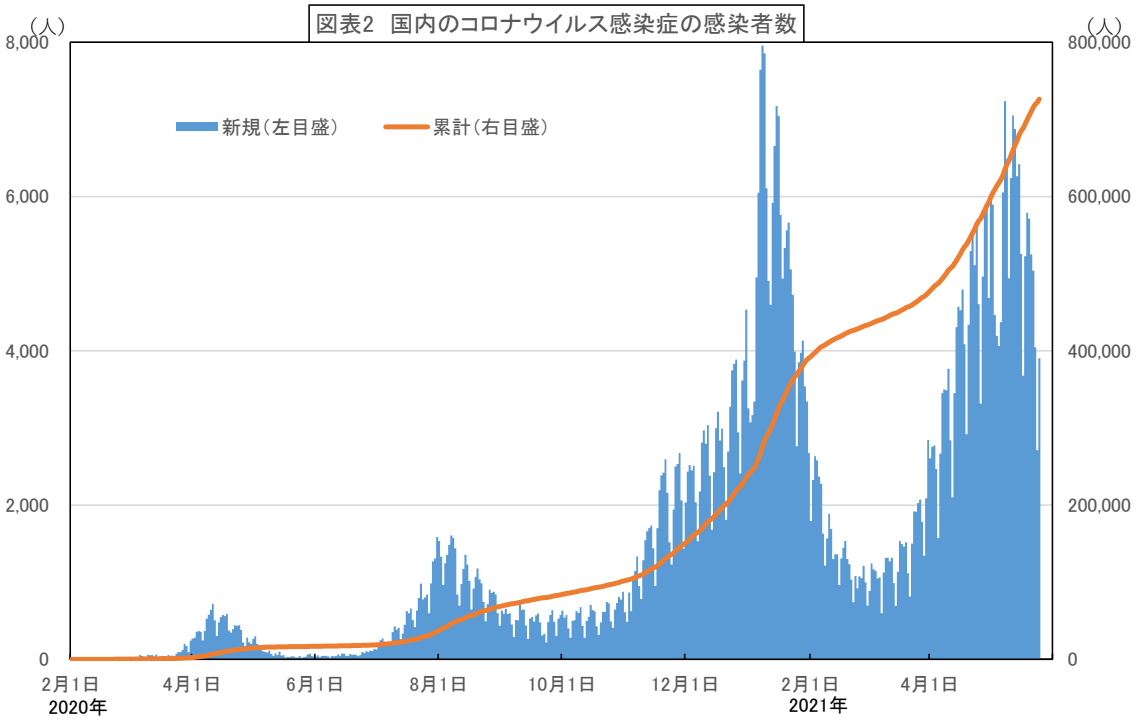
新型コロナウイルス感染症の感染拡大が続く中、「日常」を取り戻すための打開策として多くの期待が込められたコロナ・ワクチンの高齢者への優先接種がようやく本格化し始めた。5月24日には政府が東京と大阪に設置した「自衛隊大規模接種センター」での集団接種が開始されたほか、宮城県、群馬県、愛知県でも独自の大規模接種会場を設置して接種を加速させるなど、菅首相が目標として掲げた高齢者接種の7月末の完了を目指した動きが強まっている。長いトンネルの先にようやく光が見えてきた半面、政府の新型コロナウイルス感染症対策分科会の尾身会長はワクチン接種ですぐに感染が下火になるとの幻想は抱かない方がいいとの見解を示している。

日本はこれまで感染者数を比較的抑制してきたと評価され

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

てきた半面、ワクチンの承認や接種開始に出遅れ、それが景況感や経済活動に影響を及ぼしている。既に人口の半数以上に少なくとも１回のワクチン接種を行った英国では、最近の新規感染者数は日本を下回って推移しており、都市封鎖の緩和を段階的に開始するなど、景気の先行き期待も高まりつつある。しかし、その英国ですら、足元では一段と感染力が高い変異株（インド型）が流行しつつあり、その動向次第では制限解除のスケジュールにも影響が出かねないといった慎重論も浮上している。ワクチン接種がある程度進んだ国でもまだ予断を許さぬ状況といえるだろう。

図表2　国内のコロナウイルス感染症の感染者数



（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）。

緊急事態宣言の期間延長や対象地域の拡大

４月 25 日以降、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が適用され、春の大型連休は２年連続で「がまん週間」となったが、感染状況は収束方向に向かわず、期限は当初の５月 11 日から５月 31 日まで延長された。加えて、５月 12 日から愛知県、福岡県が、５月 16 日から北海道、岡山県、広島県が、さらに５月 23 日から沖縄県が、同宣言の対象地域となったほか（全部で 10 都道府県）、８県に対してまん延防止等重点措置を適用し、大規模施設やイベントの休業や飲食店に対する酒類提供の自粛の要請など、従来よりも厳しい措置が講じられている。

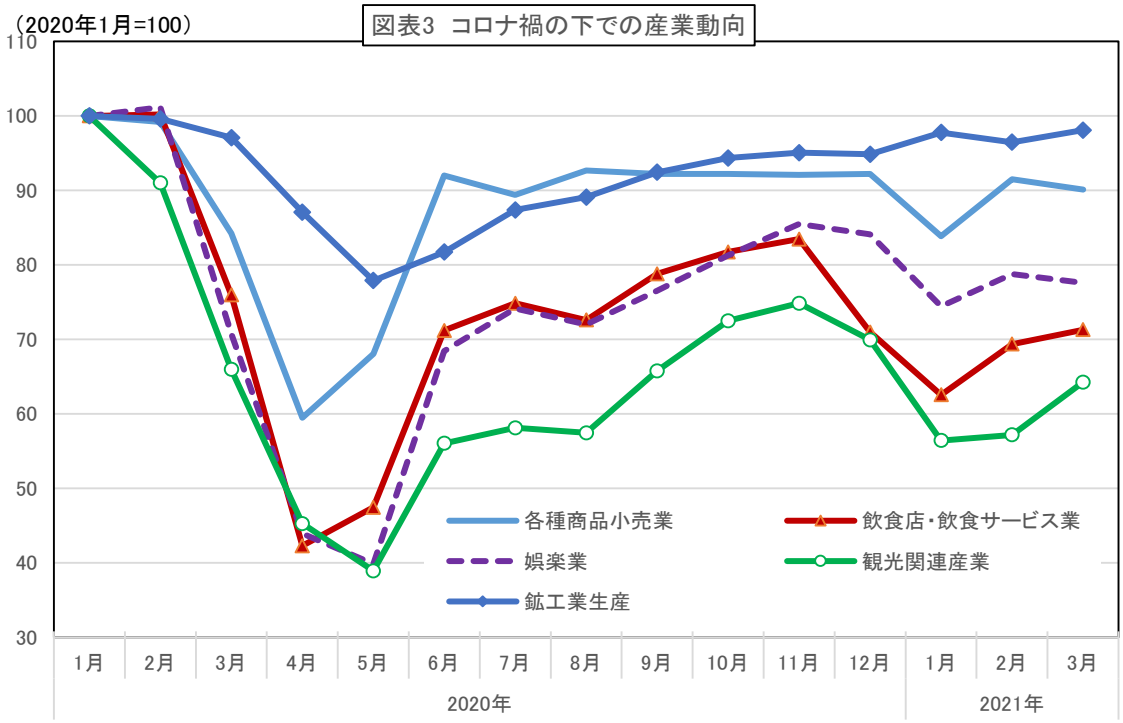
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

こうした対策が奏功してか、東京都や近畿圏では新規感染者数が減少傾向となってきたが、政府は改善が不十分とし、期限をさらに 20 日ほど延長する方向で調整している。一方で、休業を要請されている飲食業や百貨店などは売上が激減するなど、死活問題になりかねないとの悲痛の声も上がっている。短期間で最大限の効果を発揮するためには、十分かつ迅速な休業補償の提供は不可欠であり、コロナ予備費の積極的な運用や追加対策の検討を求める意見も多い。

感染爆発により 1～3 月期は3四半期ぶりのマイナス成長

こうした中、5 月 18 日には 1～3 月期の GDP 第 1 次速報（1 次 QE）が発表されたが、経済成長率は前期比年率▲5.1%と、3 四半期ぶりのマイナスとなった。10～12 月期は GoTo キャンペーン事業の押し上げによって先進国の中で最も高い成長率（同 11.8%）であったが、2 回目の緊急事態宣言による外出自粛や GoTo キャンペーンの一時中断などの影響が出たと考えられる。需要項目別にみると、民間消費は 3 四半期ぶり、民間企業設備投資は 2 四半期ぶり、公的需要は 10 四半期ぶりで、いずれも減少した半面、海外経済の持ち直しを受けて、輸出は 3 四半期連続で増加した。なお、20 年度としては、実質成長率は▲4.6%と、戦後最悪を更新した（これまでは 08 年度の▲3.6%）。

図表3 コロナ禍の下での産業動向



(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。

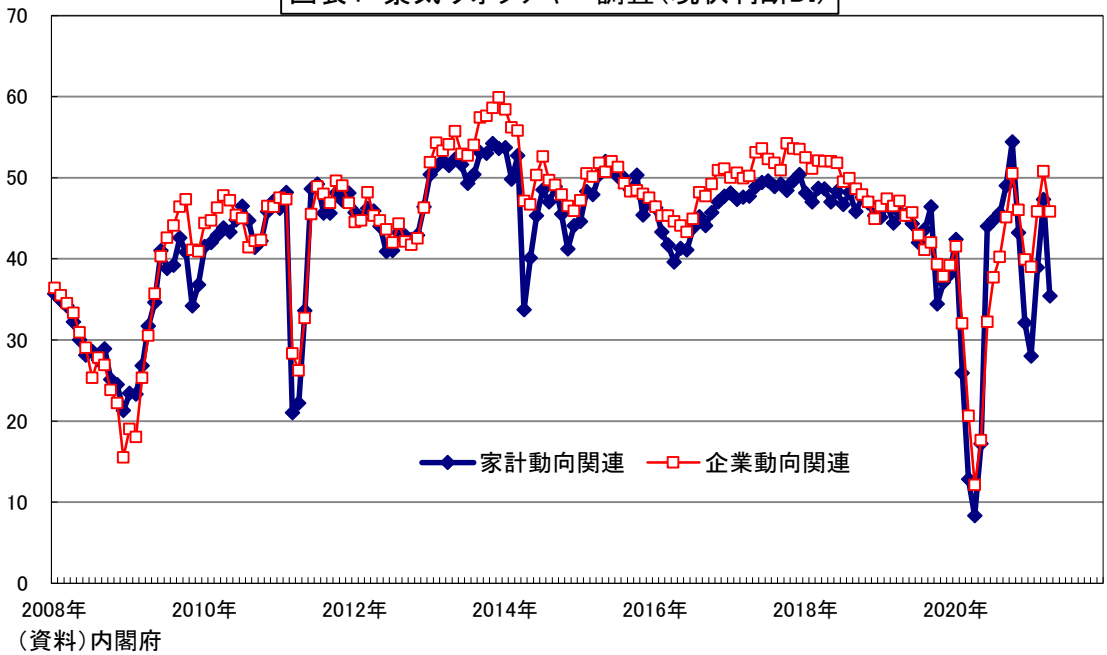
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

コロナ禍の下、輸出は好調維持、製造業は底堅い反面、消費は停滞し、非製造業も軟調

さて、3月の景気動向指数によれば、CI一致指数に基づく景気の現状判断は「改善」へ上方修正され、景気は既に回復局面にあることが改めて確認できた。しかし、月次の経済指標をみると、回復の程度は一様ではない。輸出が堅調さを増している半面、消費者マインドが再び悪化し、消費回復が足踏みしている様子が見て取れる。産業活動からも製造業と非製造業で相反する動きとなっており、1～3月期の鉱工業生産指数が前期比2.9%（3四半期連続の上昇）だったのに対し、第3次産業活動指数は同▲1.1%（3四半期ぶりの低下）であった。

まず、輸出動向であるが、4月の実質輸出指数は前月比2.6%と2ヶ月連続で上昇、過去最高を3年3ヶ月ぶりに更新した。1～3月平均を3.6%上回るなど、増勢が強まっている。地域別にみると、相変わらず中国向け（1～3月平均を4.4%上回っている）が好調であり、NIEs・ASEAN等向け（同3.2%）もコロナ前の水準を上回って推移している。一方、米国向け（同2.1%）、EU向け（同1.4%）も増加傾向ながらも、やや出遅れ感もある。財別にみると、懸念された自動車が足元で伸び悩んでいるものの、その原因である半導体の品薄解消に向けて半導体製造装置など資本財・部品の輸出が急増している。当該製品は中国向けの輸出が急増しているが、米中摩擦の影響が反映された可能性もあるだろう。

図表4　景気ウォッチャー調査（現状判断DI）



（資料）内閣府

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

消費マインドは再び悪化

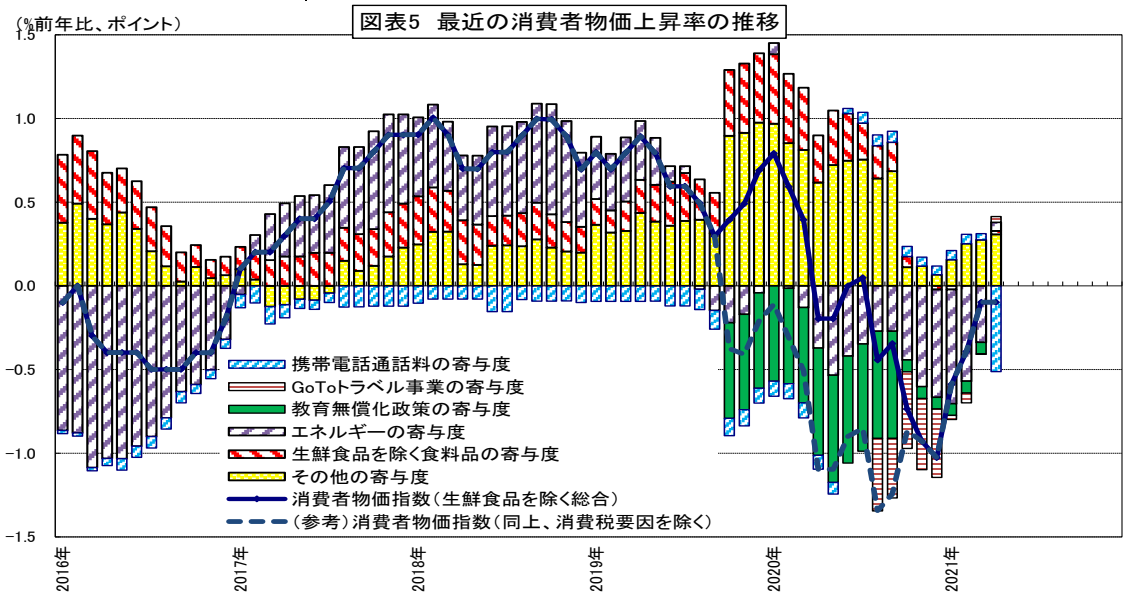
一方、1 月をボトムに回復傾向にあった消費マインドは再び悪化した。4 月の消費動向調査によれば、マインドを示す消費者態度指数は 3 ヶ月ぶりに悪化した。また、景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断 DI は 3 ヶ月ぶり、先行き判断 DI は 2 ヶ月連続で悪化した。特に家計動向関連の悪化幅が大きく、営業時間の短縮や酒類提供の自粛が要請された飲食関連を中心に悪化が見られる。

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、現在の感染「第 4 波」は沈静化しつつあるとはいえ、重症者は高止まりしているほか、政府は 7 月に迫った東京五輪の開催に向けて感染者数をさらに減少させる方針とみられ、現状レベルの自粛要請を継続する可能性が高い。そのため、当面は消費の足踏みが続くと思われる。

一方で、米国経済の加速期待や中国経済の底堅さなどにより、輸出の増勢は保たれるとみられるほか、製造業を中心に設備投資意欲も堅調であり、現時点では 4～6 月期が 2 四半期連続のマイナス成長となるのはなんとか回避できるとみられる。とはいえ、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（詳細は後掲レポート「2021～22 年度改訂経済見通し」を参照）。

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



（資料）総務省統計局の公表統計より作成

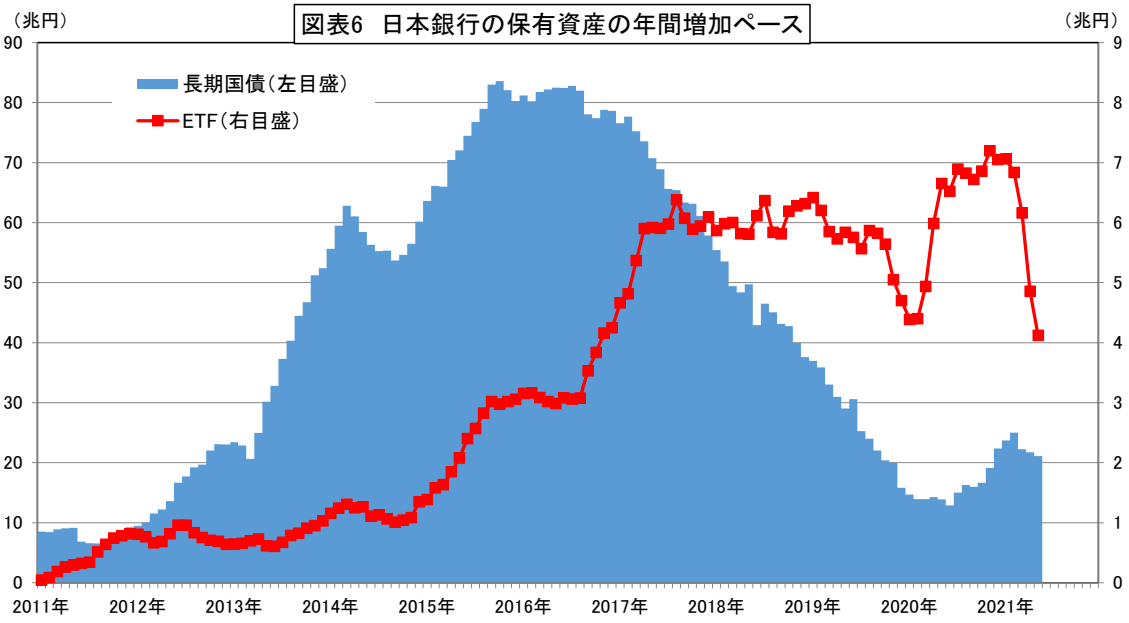
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます

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

4 月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア）は前年比▲0.1%と 9 ヶ月連続の下落で、マイナス幅は 3 月と変わらなかった。これまでの原油高により、ガソリンやプロパンガス、灯油といった石油製品が前年比プラスに転じたほか、高等教育無償化政策による物価押下げ効果の一巡もあったが、菅首相の肝煎りで引き下げられた携帯電話通話料がそれらを相殺する格好となった。この携帯電話通話料の引下げがなければ、コア指数は 0.4%程度の上昇となっていた可能性がある。

先行きはエネルギー高の影響で、物価は数ヶ月以内に前年比上昇に転じる可能性がある。川上分野での値上げが相次いでいるが、消費まわりの需給環境はサービス分野を中心に崩れたままであり、家計も持続的な値上げを受け入れられる状況にはないことなどを踏まえると、物価上昇率が加速していく可能性は小さいだろう。

図表6　日本銀行の保有資産の年間増加ペース



（資料）日本銀行資料より作成　（注）直近は5月20日時点。

金融政策：現行「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く続けることを改めて確認

4 月 26～27 日に開催された金融政策決定会合では、これまでの「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続が決定された。前回 3 月会合では、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ており、無難な内容だったといえる。

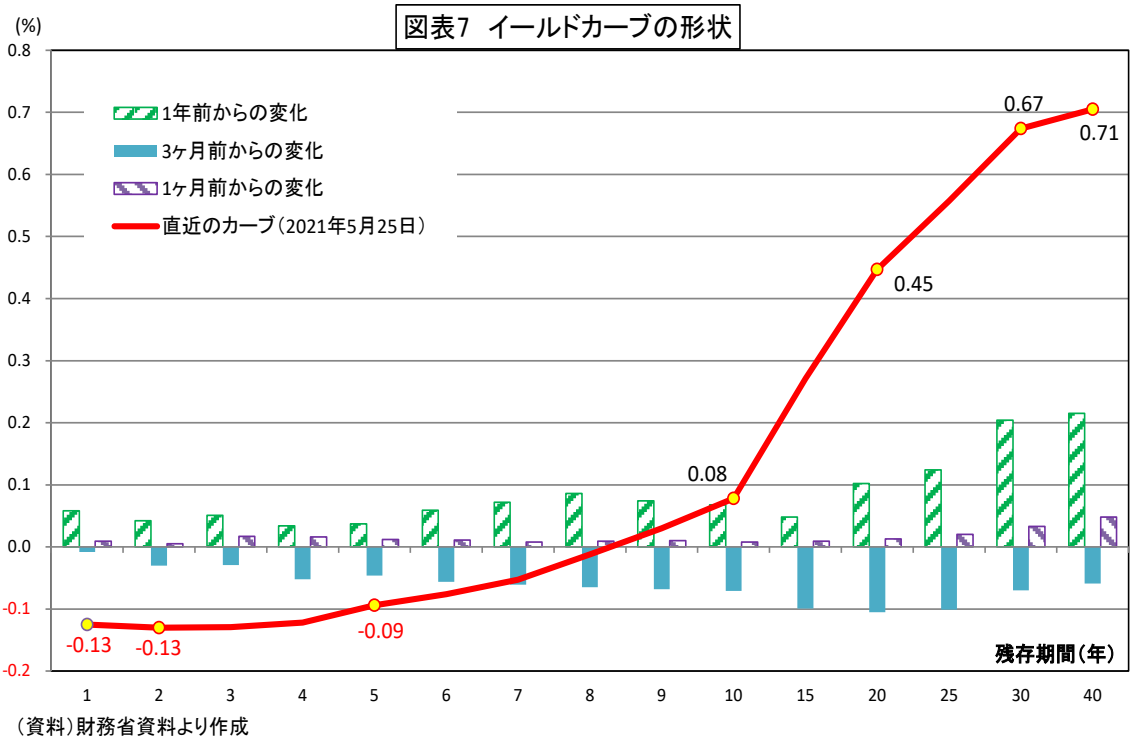
改めて現行政策を整理すると、①長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）として、短期政策金利を▲0.1%（日本銀行当座預金のうち政策金利残高に対して）とし、かつ長期金

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

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、というものに加え、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 買入れについては市場が大きく不安定化した際に大規模に買い入れることとなった（対象も TOPIX 連動型に限定）。

なお、最近の日銀はコロナ禍の下で加速させた資産買入ペースを緩め、必要な分だけ購入するようになっているが、これも大規模緩和を長期間続ける方針であることと整合的であろう。実際、4 月会合後に公表された展望レポートによれば、23 年度の消費者物価（コア）の大勢見通しは前年度比 1.0％と、目標とする「2％」にはなお遠く、政策正常化に向かう時期は日銀自身も見通せる状況にないことが改めて確認できた。

図表7 イールドカーブの形状



（資料）財務省資料より作成

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

金融市場：現状・見通し・注目点

今春にかけて、内外の金融市場は米国長期金利の変動に影響を受けたが、最近は米国のインフレ動向とそれに対する金融政策の転換時期への注目度が高まっている。一方、国内ではワクチン接種の遅れと3度目の緊急事態宣言の期限延長などで、景気の本格回復が遅れるとの見方が根強く、金融市場では動意に乏しい状態となっている。

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。

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

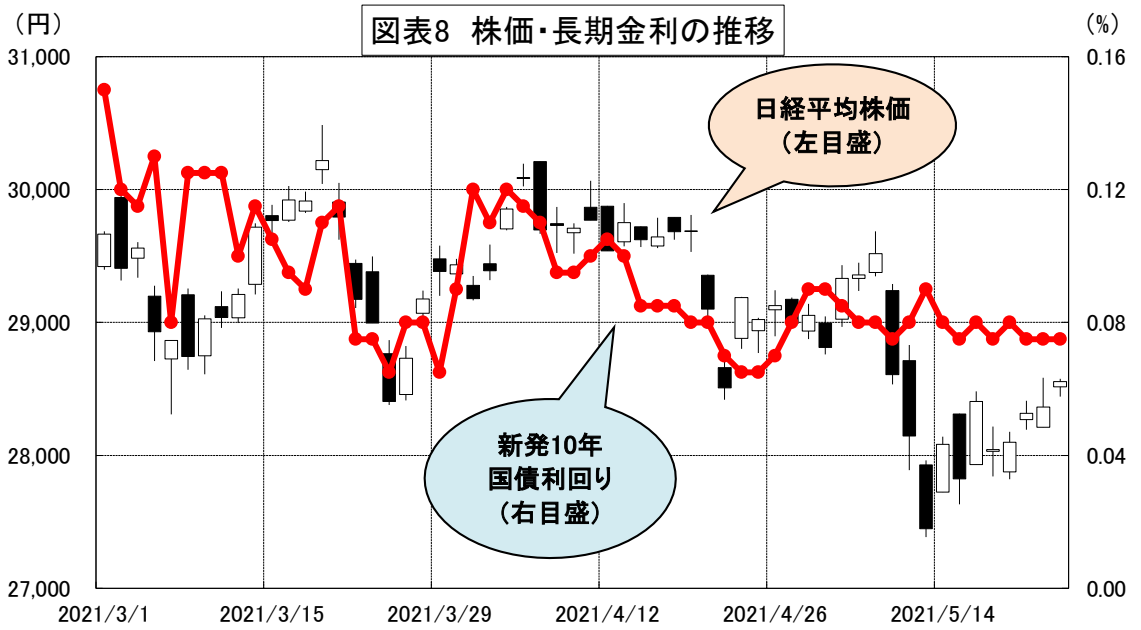
新型コロナ対策に伴う国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約100兆円）を控え、20年夏にかけて超長期ゾーンに上昇圧力がかかる場面もあったが、コロナ禍への対応として日銀も含めた主要中銀は異例の金融緩和措置を長期間続けざるをえないとの予想が浸透、金利上昇圧力は間もなく沈静化した。しかし、21年に入ると米国のコロナ・ワクチン接種の開始や大規模な追加財政政策などによって米長期金利が上昇したことに追随する格好で、国内の長期金利（新発10年物国債利回り）にも再び上昇圧力が加わった。さらに、3月の金融政策決定会合で日銀が予定する「点検」で長期金利の変動許容幅が拡大されるとの思惑も加わり、2月末には長期金利は一時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」によって大規模緩和の長期化に資する措置が講じられ、かつ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による景気低迷などによって、4月中旬以降、長期金利は0.075%を中心とした狭いレンジでのもみ合いが続いている。

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

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と予想される。0.25%を上回る金利上昇に対しては、日銀は国債の買入れ強化や新設した連続指値オペ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、もしくは内外の景気持ち直しの機運が強まるような場面では上昇傾向が強まるだろう。

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

日経平均30,000円到達後は上値の重い展開に

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。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、じり安の展開となった。

最近は米長期金利が落ち着いた動きとなっている半面、米国のインフレ率が予想外に高まったことで米連邦準備制度（Fed）による資産買入れの縮小（テーパリング）開始時期が想定よりも早まるとの思惑が浮上、米国株は上値の重い展開となっているが、国内株も上値の重い展開となっている。

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、主要国の金融緩和が縮小に向かう時期はまだ先のことであり、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いずれ上昇傾向を強めていくと予想する。

ドル円レートは109円前後でのも

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

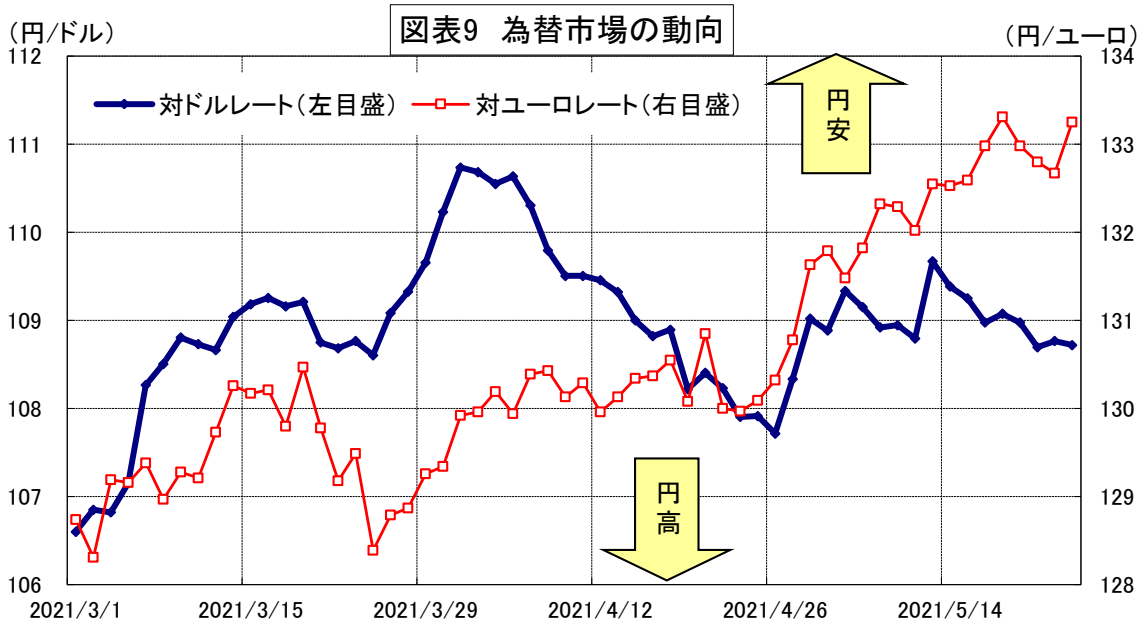
ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載・複製を禁じます

み合いが継続

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が、直近は 109 円を挟んでもみ合いが続いている。

先行きについては、金利差や景況感格差の面からドル高気味の展開となる可能性が高いと思われる。

図表9　為替市場の動向



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

対ユーロは緩やかな円安が進む

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でいる。ユーロ圏経済は 2 四半期連続のマイナス成長となるなど、日米に対して景気の出遅れ感があるが、ワクチン接種の加速に伴い、景気の先行き回復期待が高まっているほか、米長期金利の沈静化もユーロ高に貢献したと思われる。5 月中旬には一時 1 ユーロ＝133 円台と 3 年 1 ヶ月ぶりの水準までユーロ高が進んでいる。

とはいえ、欧州中央銀行は過度のユーロ高は物価に悪影響を及ぼすと牽制しているほか、金融緩和の縮小も時期尚早との方針を崩していない。それゆえ、一方的にユーロ高が進行し続ける可能性は低いだろう。

(21.5.25 現在)

ここに掲載されているあらゆる内容の無断転載･複製を禁じます