

景気回復の「二極化」が鮮明

～4～6 月期はプラス成長に戻る可能性～

南 武志

要旨

出遅れていたコロナ・ワクチン接種が本格化する中、政府は沖縄県以外の 9 都道府県に対する緊急事態宣言を 6 月 20 日に解除した。しかし、飲食業に対する時短営業などの要請は継続されるなど、厳しい感染対策が継続されることから、引き続き、対面型のサービス消費は停滞感の強い状態が続くだろう。一方、ワクチン接種が進んだ国では景況改善が進んでいることから、輸出は増加傾向にあるほか、鉱工業生産も既にコロナ前の水準を上回っている。とはいえ、集団免疫を獲得するとされる 21 年度下期までは持続的かつ本格的な景気回復は難しいだろう。

内外の金融市場では、米国でのインフレ加速や金融政策の転換時期に対する思惑からややボラタイルな展開となっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目		2021年			2022年	
		6月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コール翌日物 (%)		-0.026	-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 (%)	0.425	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65
	10年債 (%)	0.040	-0.05～0.20	-0.05～0.20	-0.05～0.20	-0.05～0.20
	5年債 (%)	-0.105	-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)	110.0	100～118	100～118	100～118	100～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	130.8	120～140	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)		28,010	29,000±3,000	30,000±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6月21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。

新型コロナは引き続き予断を許さぬ状況

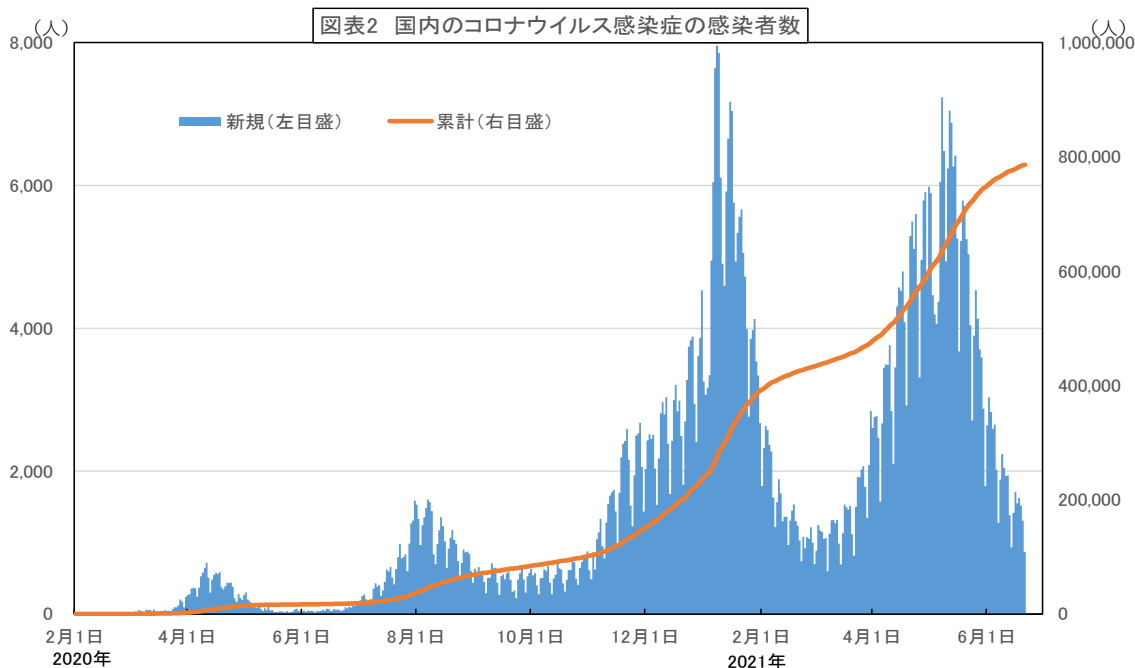
新型コロナウイルス感染症の新規感染者数の減少や医療供給体制の逼迫状態が緩和したことから、政府は 10 都道府県に発令していた緊急事態宣言について、沖縄県(7月11日まで延長)以外は期限である 6 月 20 日を以て解除することを決定した。このうち、北海道、東京都、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、福岡県の 7 都道府県に対して 21 日以降「まん延防止等重点措置」(～7月11日)を適用することとした。一方、「まん延防止」の対象となっていた岐阜県、三重県は 20 日で解除、埼玉県、千葉県、神奈川県は 7 月 11 日まで延長することも併せて決定した。

最近是国内でもコロナ・ワクチンの接種が本格化しており、

1 回目が済んだ人は人口の 17.74%、2 回目が完了した人は 7.24%（6 月 22 日時点の最新データ、NHK 調べ）となっている。政府は高齢者向け接種が 7 月に完了するめどがついたとし、さらに菅首相は希望する全ての人への接種は 11 月までに完了すると表明した。6 月 21 日から本格化する職域接種などによって、接種は一段と加速していくものと思われる。

しかし、懸念材料も少なくない。緊急事態宣言が解除された東京都では、既に新規感染者数は下げ止まり、7 日移動平均では増加に転じている。行動制限の緩和による人流の増加が再び感染拡大につながる可能性は否定できない。また、国内で現在流行している変異ウイルスは主にアルファ株（英国株）であるが、今後、感染力がさらに高いデルタ株（インド株）やラムダ株（アンデス株）に置き換わっていく可能性もある。ワクチン接種が進み、一旦は感染抑制に成功したかに見えた英国でも、デルタ株の大流行により、各種規制の解除スケジュールは先送りされ、2 回目のワクチン接種を急ぐなど、予断を許さぬ状況が続いている。

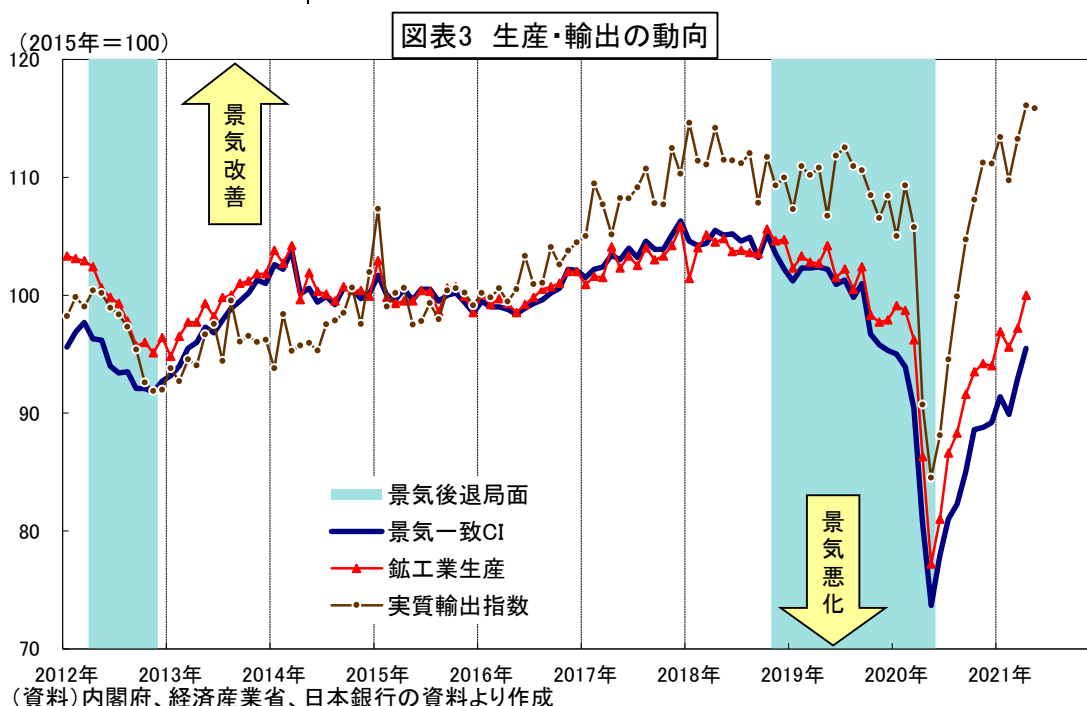
7 月下旬以降、五輪・パラリンピックが順次開催される方針であることを踏まえると、水際対策を一層強化するとともに、大都市部での徹底的な感染防止策がされない限り、感染「第 5 波」が襲来するのは必然であろう。



輸出・生産は堅調に推移

4月の景気動向指数によれば、CI一致指数は2ヶ月連続で改善、景気の現状判断は「改善」が維持されたように、国内景気は回復局面にあることは確かであろう。しかし、月次の経済指標は、コロナ禍の下で「二極化」が鮮明である。輸出・生産は4月の時点でコロナ前（20年初頭）の水準を上回っているのに対し、消費は20年5月の底入れ後、一定程度まで持ち直したものの、その後は頭打ち気味で推移している。

まず、5月の実質輸出指数は前月比▲0.2%と微減ながらも3ヶ月ぶりに低下した。世界的な半導体不足により、国内の自動車生産や輸出に下押し圧力が働いた影響が出たとみられるものの、4～5月平均は1～3月平均を3.4%上回るなど、増勢は維持されていると評価できる。なお、地域別にみると、これまで堅調だった中国向け（4～5月平均は1～3月平均を2.1%上回っている）が鈍化した半面、出遅れ感があつた米国向け（同3.6%）、EU向け（同5.9%）が底堅さを増してきた。財別にみると、半導体不足などで減産を余儀なくされている自動車が足踏みしているが、情報関連、資本財・部品は好調である。



一方、消費は低調

一方、消費は足踏みが続いている。5月の消費動向調査によれば、新型コロナの感染再拡大の影響からマインドを示す消費者態度指数は2ヶ月連続で悪化した。また、4月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）も2ヶ月ぶりの低下

経済見通し：21年度下期まで景気の本格回復は厳しい

財政健全化目標の再検討は総選挙後に先送り

で、財別にみると巣ごもり需要から耐久財は堅調だったが、非耐久財、サービスは悪かった。なお、4月は大都市圏を中心にまん延防止等重点措置、緊急事態宣言が相次いで出されたが、1、2月ほどの落ち込みは見られなかった。

当面の国内景気は、ワクチン接種が本格化しているとはいえ、集団免疫の獲得までには少なくとも半年程度はかかると思われること、政府は五輪を有観客で開催する方針であり、感染者数を抑制すべく、飲食店などに対する時短営業要請などを継続するとみられること等もあり、消費の低調さはしばらく続くと思われる。

一方、欧米など先進国経済の持ち直し加速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る。開始されたワクチン接種も公的需要に計上されることから、4～6月期が2四半期連続のマイナス成長となるのは回避できると思われる。

とはいえ、新型コロナに対する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、しばらくは景気の低調さが残るだろう（詳細は後掲レポート「2021～22年度改訂経済見通し（2次QE後の改訂）」を参照）。

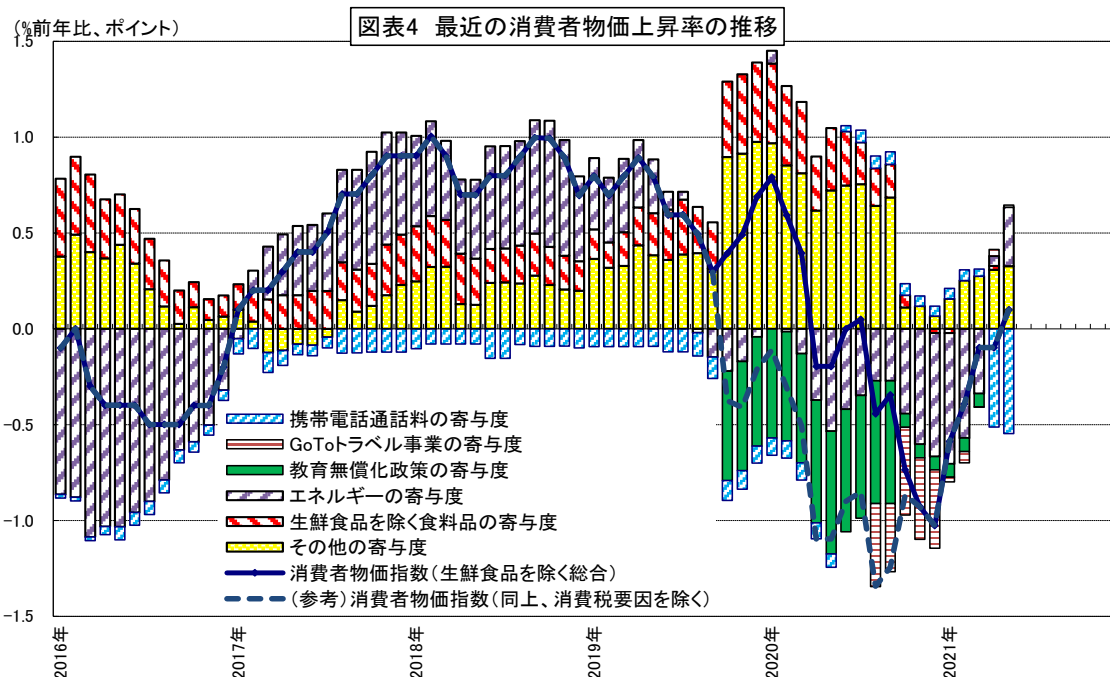
こうした中、6月18日に菅内閣としては初となる「経済財政運営と改革の基本方針2021」（骨太方針）が閣議決定された。日本経済に未来を拓く4つの原動力として「グリーン」、「デジタル」、「活力ある地域創り」、「少子化対策」を掲げ、各政策を具体化して強力に推進し、ポストコロナの持続的な成長につなげる投資を加速していく姿勢を示した。22年度予算案の編成にあたっては、そうした分野に対して重点的に配分する意向である。と同時に、様々なセーフティネットを強化し、格差の拡大・固定化を防ぐとともに、誰一人として取り残さない包摂的な社会を構築することも目指している。

なお、焦点の財政健全化目標については、25年度の国・地方の基礎的財政収支（PB）黒字化とともに、債務残高の対GDP比率の安定的な引下げを目指すという従来の方針を堅持したものの、コロナ禍の影響で不安定な経済財政状況を踏まえ、21年度内に目標年度の再検討などを行う意向が示された。

5月21日には財政制度等審議会が「財政健全化に向けた建議」

を公表、当面は新型コロナへの対応が必要であることは認めつつも、財政健全化の必要性も訴えている。欧米諸国での国債発行に頼らない歳入確保の動きを参考にすべきとしている。

なお、通常国会では、団塊世代が順次 75 歳以上の後期高齢者となる中、一定の所得がある後期高齢者の医療費窓口負担を 2 割（従来は 1 割）に引き上げる「医療制度改革関連法」が成立するなど、医療保険財政の持続可能性を高めるための措置が講じられた。しかし、この制度変更による現役世代の負担軽減は年間 830 億円（厚生労働省試算）と、現役世代などの保険料から充当される 6.8 兆円（21 年度）の後期高齢者支援金と比較すると、微々たるものであるのも確かである。全世代型社会保障制度の構築や財政健全化の着実な達成に向けた議論が求められている。

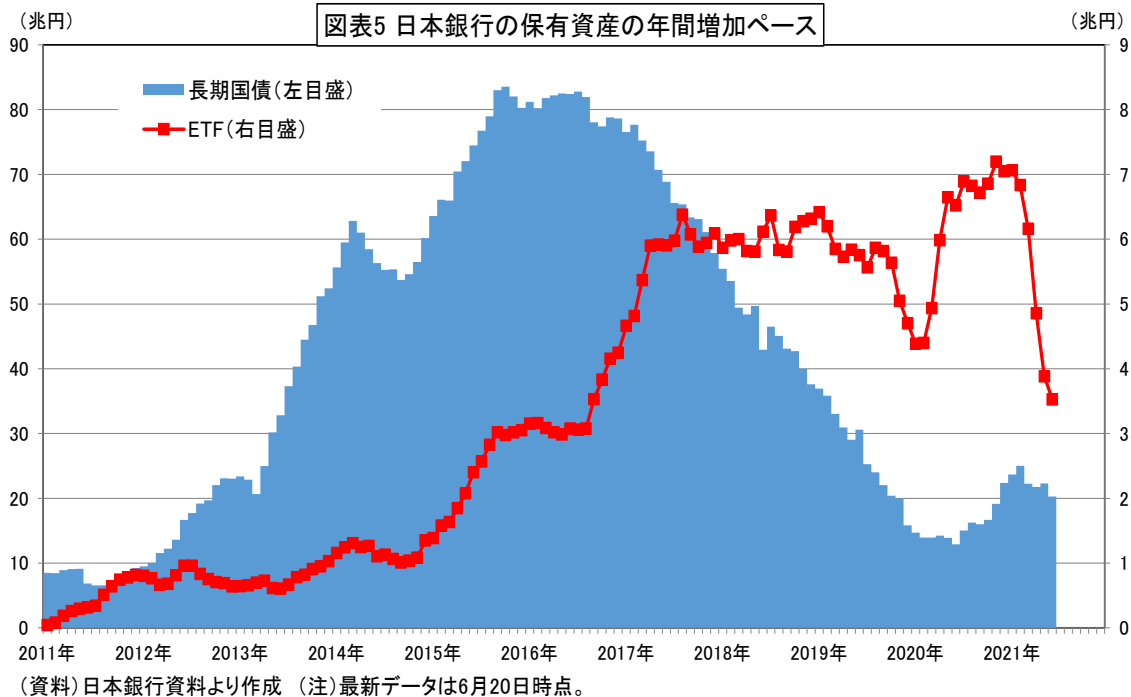


(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：エネルギー高により前年比上昇に転じたが、持続的な加速は困難か

5 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 14 ヶ月ぶりの上昇となった。これまでの原油高に伴い、エネルギーが同 4.1%と上昇率を拡大させた影響が出た。ちなみに、生鮮食品・エネルギーを除くベースで見ると、同▲0.2%と 2 ヶ月連続の下落であった。しかし、携帯電話通信料の引下げによって物価変動率に対して▲0.5 ポイント強の押下げ効果が発生していることを踏まえると、趨勢としては小幅の上昇と見做すことができる。

ワクチン接種の本格化などで世界経済の先行き回復期待が高まる中、川上分野での価格上昇が強まっているが、国内の消費者物価にもそうした動きが多少なりとも波及していることは確かである。とはいえ、国内ではデフレマインドが払拭されたわけではなく、消費者は値上げを容認する状況にはない。当面は、電気・ガス代などの値上げにより物価上昇率はやや高まると予想されるが、持続的な加速の可能性は小さいだろう。



金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続とコロナ支援策の延長を決定

6月17～18日に開催された金融政策決定会合では、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続とともに、コロナ支援策である「特別プログラム」の期限を22年3月末まで半年間延長することも決定した。

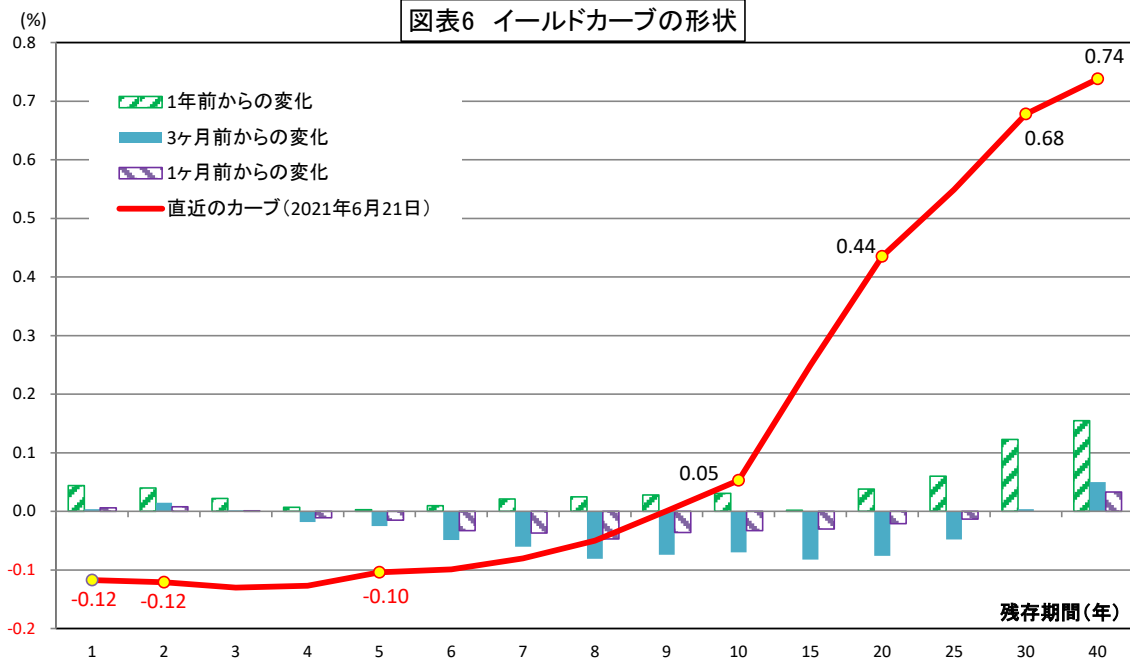
改めて現行政策を整理すると、①長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）として、短期政策金利を▲0.1%（日本銀行当座預金のうち政策金利残高に対して）とし、かつ長期金利（10年物国債金利）がゼロ%程度で推移するよう上限を設けず必要な金額の長期国債の買入れを行う、②資産買入れ方針として、ETFおよびJ-REITについてはそれぞれ年間約12兆円、年間約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、必要に応じて、買入れを行い、CP等、社債等については22年3月末までの間、合計で約20兆円の残高を上限に、それぞれ買入れを行う、③金融仲介機能に配慮しつつ、機動的に長短金利の引

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、となっている。加えて、政策金利のフォワードガイダンスとして「現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している」としている。

ETF 買入れについて市場が大きく不安定化した際に大規模に買い入れるとしている（対象も TOPIX 連動型に限定）が、5 月は ETF 購入を見送ったことが判明している。なお、6 月 21 日の株価下落局面では 2 ヶ月ぶりに買入れ（701 億円）を実施した。

また、6 月会合後、日銀は気候変動関連分野での民間金融機関の多様な取組みを支援するため、金融機関が自らの判断に基づいて取り組む気候変動対応投融资をバックファイナンスする新たな資金供給の仕組みを導入することを公表、骨子素案を 7 月会合で公表し、年内を目途に実施するとした。

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

内外での景気回復の期待の高まりとともにインフレ懸念も浮上しており、それに対する中央銀行の反応がマーケットの注目を集めている。6 月 16 日の FOMC 終了後には、米連邦準備制度 (Fed) が従来 of 想定よりも前倒しで利上げを開始する可能性が示されたことで、各市場に動きが見られた。

以下、長期金利、株価、為替レート of 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 (注) 6/1の新発10年物国債は出合いなし。

長期金利は再び低下

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、長期金利（新発 10 年物国債利回り）は総じて低位安定で推移してきた。しかし、21 年入り後は米国での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、国内金利に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」で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。6 月に入ると、警戒されてきた米国のインフレ加速は一時的との認識が広まり、米国長期金利が低下したことにつられて、11 日には一時 0.025%まで低下した。米 FOMC 後には利上げ開始時期の前倒しが意識されたことから、国内の長期金利も 0.06%前後まで一旦上昇したが、その

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

後は再低下した。ただし、超長期ゾーンの金利は上昇気味に推移している。

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内外の景気持ち直しの機運が強まり、金融緩和策の規模縮小などが意識される場面では上昇傾向が強まるだろう。

米金融政策の転換が意識され、日経平均は一時 28,000 円を割る展開

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。その後、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ワクチン接種の出遅れによる景気回復の鈍さ、さらにはスピード調整的な動きが重なり、じり安の展開となった。

6 月に入っても上値の重い展開が続いたが、米 FOMC 後はこれまでの株高を支えてきた大胆な金融緩和はいずれ終了するということが意識され、一時 28,000 円を割る場面もあった。

先行きについては、引き続き米国のインフレ動向や米国金融政策（テーパリングの開始時期など）を巡る思惑に左右される場面も想定されるものの、実際に金融緩和の規模縮小に向かうのはもう少し先であり、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。基本的に内外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ると予想する。

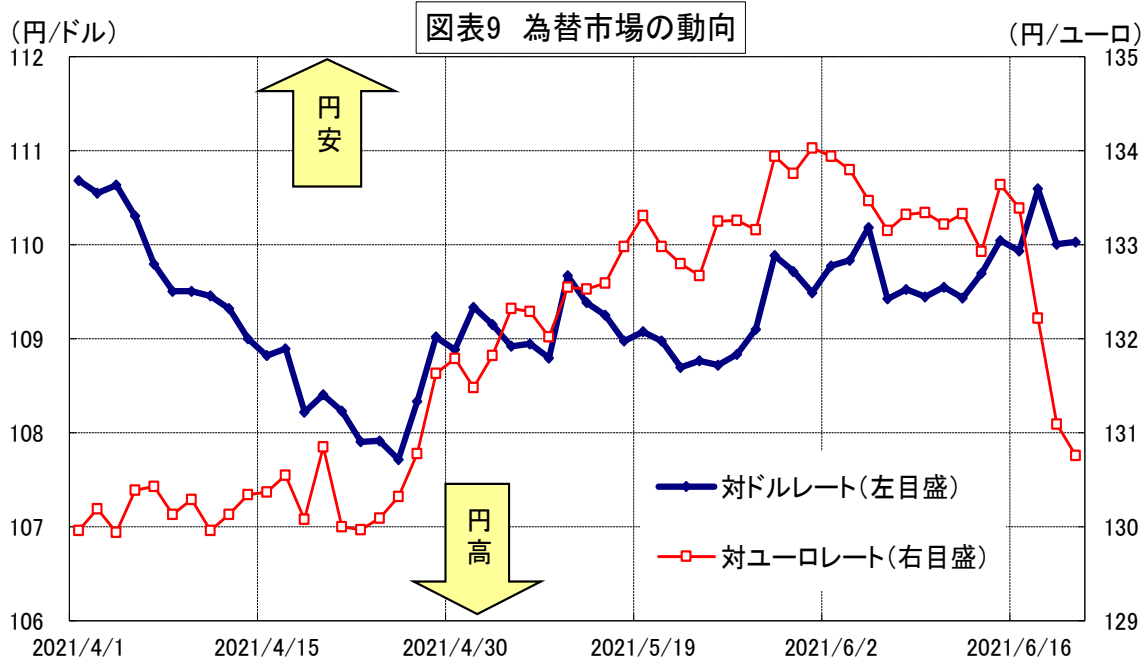
日米金利差からドル円レートは 110 円前後の円安へ

③ 外国為替市場

21 年初、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。4 月に米長期金利の上昇が一服すると、これまでのドル高を修正する動きが強まったが、5 月以降は米国金融政策の転換への思惑などにより、緩やかな

円安基調をたどっており、直近は 110 円台となっている。

先行きについても、日米金利差が拡大するとの見通しであること、米国の景況感が日本よりも強いことなどを踏まえると、ドル高気味に推移しやすいと思われる。



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

ユーロ高を修正する動き

ワクチン接種や景況回復に遅れが出ていたユーロ圏諸国でも、最近ではワクチン接種が進み、景気の先行き回復期待が高まったほか、米長期金利が沈静化したこともユーロ高に貢献し、5月下旬には一時 1 ユーロ = 134 円台と 3 年 3 ヶ月ぶりのユーロ高水準となった。6 月入り後も概ね 133 円台での推移が続いたが、直近は米利上げ開始時期が 23 年に前倒しされたことを契機に、ユーロ安が一気に強まった。

欧州中央銀行は 6 月の政策理事会で、パンデミック緊急購入プログラム (PEPP) での資産買い入れ規模について、少なくとも 22 年 3 月末まで 1 兆 8,500 億ユーロで維持、7～9 月期もかなり速いペースで買い入れを実施する方針を示すなど、現行レベルでの緩和を継続する姿勢を示した。それ自体はユーロの上昇抑制につながるが、ECB 内部からは規模縮小の意見も出ており、今後の議論の行方が注目される。

(21.6.22 現在)