

情勢判断

国内経済金融

「第5波」襲来で国内景気の本格回復は後ずれ

～半導体不足の影響で輸出・生産も一旦足踏み～

南 武志

要旨

東京都に対して4回目の緊急事態宣言を発出したことで、東京五輪はほぼ無観客での開催となったほか、飲食業に対して酒類提供の自粛や時短営業などが再び要請されるなど、対面型のサービス消費の停滞も続いている。一方、堅調だった輸出・生産に半導体不足による自動車減産の影響が出ているが、火災にあった工場の復旧が終了していることから、徐々にその影響は薄れ、再び増勢を強めるものと思われる。日本国内においてもワクチン接種が着実に進展していることから、五輪パラ後は生活や経済の正常化に向けた議論が高まっていくと思われる。

内外の金融市場では、しばらく大規模な金融緩和が継続されるとの見方が強まり、「リフレトレード」が巻き戻された結果、長期金利の低下が見られた。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2021年			2022年	
	7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 (%)	-0.035	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0720	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00
国債利回り	20年債 (%)	0.385	0.35~0.65	0.35~0.65	0.35~0.65
	10年債 (%)	0.005	-0.05~0.20	-0.05~0.20	-0.05~0.20
	5年債 (%)	-0.130	-0.18~0.00	-0.18~0.00	-0.18~0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	106.9	100~118	100~118	100~118
	対ユーロ (円/ユーロ)	129.2	120~140	120~140	120~140
日経平均株価 (円)	27,388	28,500±3,000	30,000±3,000	30,750±3,000	31,250±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7月20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。

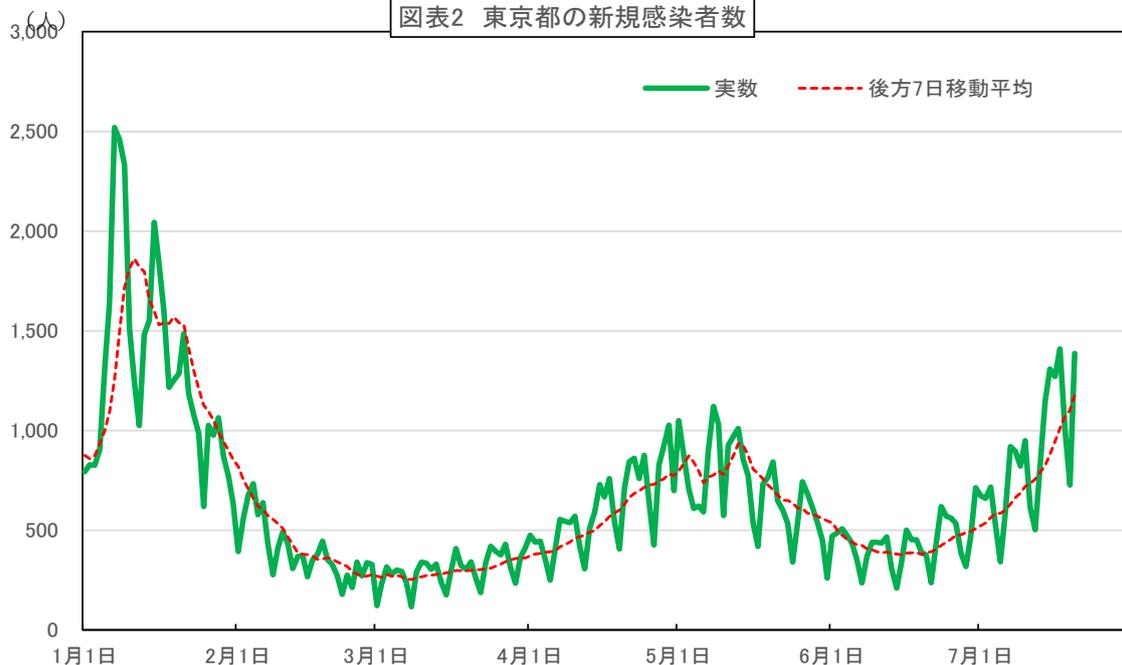
新型コロナの感染「第5波」に対して東京都に対して4回目の緊急事態宣言を発出

新型コロナウイルス感染症の感染が再び拡大傾向を示す中、政府は、7月23日にオリンピック開会式を控えた東京都に対して4回目の緊急事態宣言を発出することを決定した(期間は7月12日~8月22日)。その結果、東京五輪は一部地域を除き、無観客で開催されることとなった。パラリンピックも含め、既に海外からの一般客の受け入れ中止が決定されていたことも踏まえると、五輪期間の前後に期待された派生需要は格段に小さなものになると見込まれる。

なお、沖縄県に出されている緊急事態宣言、埼玉県・千葉県・神奈川県・大阪府に対する「まん延防止等重点措置」についても8月22日まで期限を延長することとし、飲食店に対して酒

類提供の自粛や時短営業などを要請するなど、感染抑制措置を継続することを決定している。

図表2 東京都の新規感染者数



(資料)NHK特設サイト「新型コロナウイルス」

ワクチン接種が進んだ国の感染対策の方向性に違いも

世界に目を転じると、コロナ・ワクチンの接種がかなり進んだ国では、重症者数や死亡者数が大きく抑制されるなど、所期の効果が出ているものの、インド由来とされる変異ウイルス（デルタ株）の大流行によって新規感染者数は急増するなど、必ずしも収束に向かっているわけではない。成人人口の8割以上（全人口の6割程度）がワクチン接種を終えたイスラエルでは、6月から多くの行動制限が解除されたほか、同15日には屋内でのマスク着用義務も解除された。しかし、新規感染者数の爆発的拡大を受けて、イスラエル政府は一部規制の再導入を検討しているほか、免疫力が弱い人を対象にブースターショット（3回目の接種）を開始した。

一方、全人口の過半がワクチン接種を終えた（少なくとも1回接種した人も約3分の2）英国での新規感染者数は7月中旬には5万人超と、感染爆発が見られた年末年初の水準に迫った。しかし、英政府の感染対策は基本的に緩和方向にあり、ロンドンで準決勝・決勝が行われた欧州サッカー選手権（UEFA EURO2020）では、スタジアムへの入場条件として新型コロナウイルス検査の陰性証明書や14日前までにワクチンの2回接種を完了した証明書を提示することが求められたものの、入場客

ワクチン接種が進んだ後、日本も「正常化」への議論が必要に

半導体不足の影響で輸出・生産は一旦足踏み

数を定員（9万人）の75%まで引き上げたほか、マスク着用も求めなかった。テニス4大会のウインブルドン選手権でも、センターコートで行われる決勝戦は満員の収容で、マスク、ソーシャル・ディスタンス（社会的距離）の規制はなかった（なお、サッカー、テニスとも選手らは外部との全面隔離措置（バブル方式）が取られた）。英政府は7月19日にはほぼ全ての規制を解除したが、ジョンソン首相はパンデミック終焉には程遠いことから、慎重な行動を呼び掛けつつも、今後のコロナ対策は規制ではなく、個々人の自発性に委ねるとし、コロナと共生する社会を模索すべきと述べた。一部からの批判もあるが、英国の実験的試みに対して世界は大きな関心を寄せている。

国内では、コロナ・ワクチンの1回目が終了した人は全人口の34.2%、2回目が完了した人は22.3%（7月20日公表分）となっている。政府は希望する全ての人への接種は11月までに完了するとの方針である。また、最近の感染状況を見ると、ワクチン接種が進んだ65歳以上の高齢者（1回目：82.3%、2回目：60.0%）の感染がかなり抑制されるなど、日本でもワクチン接種には一定の効果があるといえるだろう。

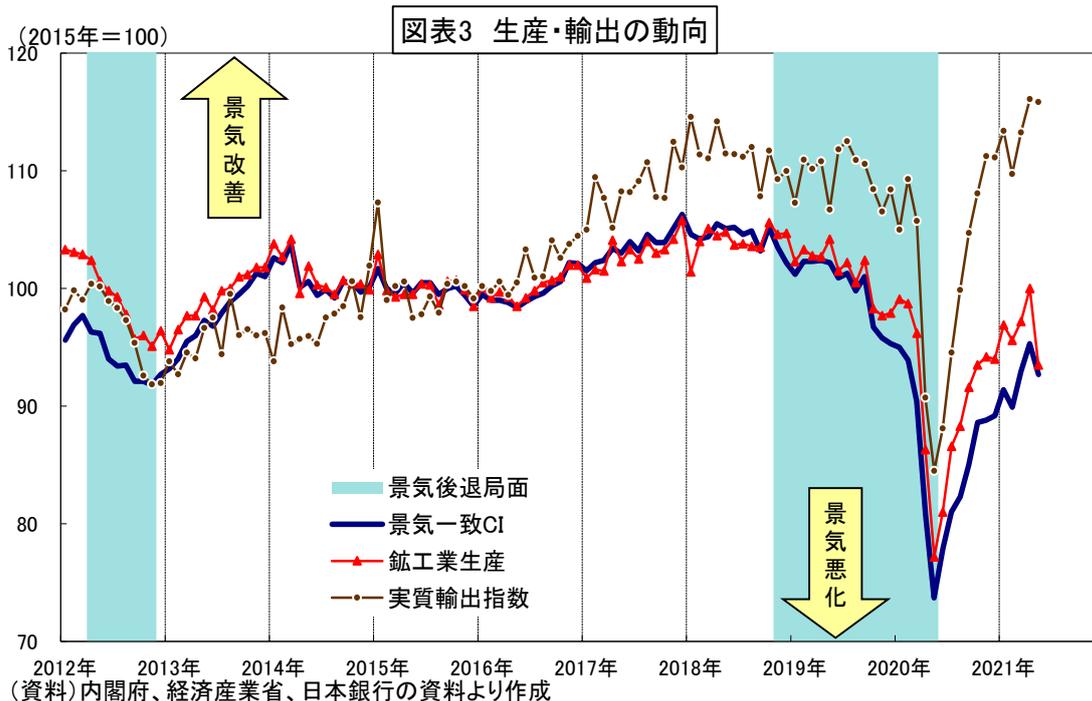
それゆえ、一般の国民へのワクチン接種が十分進んだ後を見据えた議論が求められる。菅首相は感染拡大防止と社会経済活動の両立を模索する「ウィズ・コロナ」を志向しているが、国民の理解・協力を得ながら「正常化」への道筋をつけ、景気の本格回復に向けた展望を描くことができるのか、今後注目されるだろう。

以下、国内景気についてみていきたい。米国、中国など海外経済の持ち直しに牽引される格好で輸出、生産が先行して回復する一方、緊急事態宣言などの影響でサービスを中心に消費が停滞気味に推移する構図に大きな変化はないが、後述の通り、半導体不足により回復を阻害する動きが見られている。

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。ただし、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、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・部品は好調であった。

こうした半導体不足による自動車減産の影響で、5月の鉱工業生産は前月比▲6.5%と大きく低下、20年10月の水準まで後

戻りした。このうち、自動車製造業は前月比▲19.4%と激減、生産指数の低下（前掲の▲6.5%）に対して▲3.0ポイントの寄与度であった。なお、半導体不足の一因となったルネサスエレクトロニクス子会社の工場火災（3月19日）については、復旧が進み、6月24日時点で生産能力が100%回復し、7月第3週には火災前の出荷水準に戻る見込みと発表されている。車載用以外の用途でも半導体の品薄状態が発生しているが、生産抑制効果は徐々に緩和されるものと予想される。



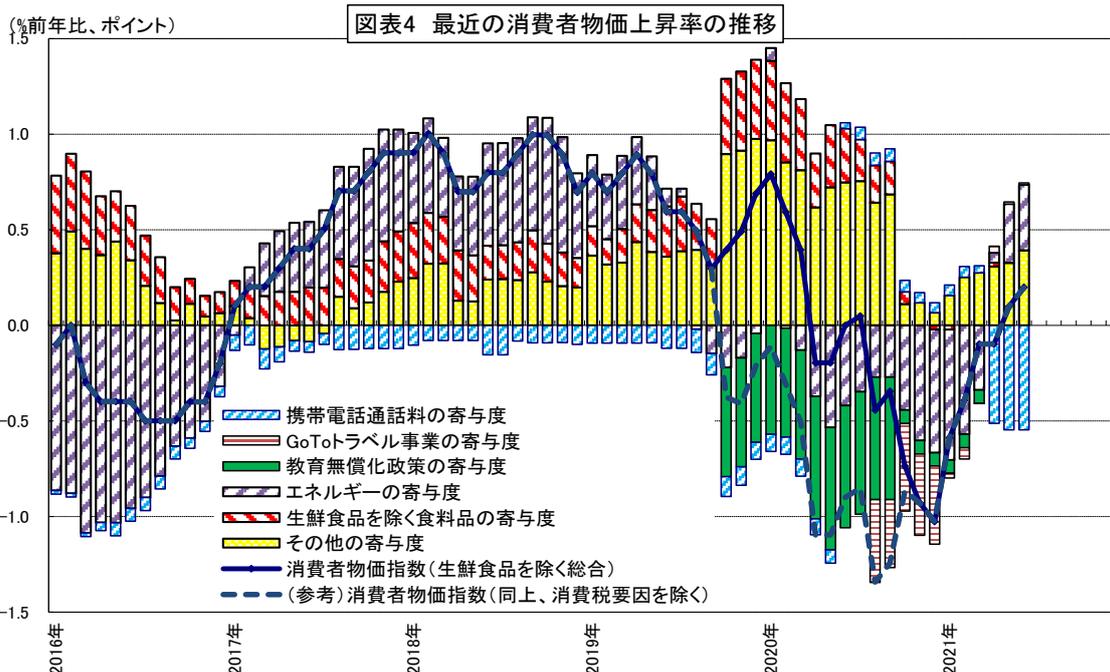
消費は停滞しているが、先行き期待は高まっている

一方、新型コロナの感染拡大が続いていることから、消費は停滞している。5月の消費関連指標をみると、代表的な消費総合指数は2ヶ月連続の低下で、大都市部を中心に緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が相次いで出された影響が出た。同指数の4~5月平均は1~3月平均をわずかに上回った状態である。ただし、6月には新規感染者数が減少に転じ、かつワクチン接種が加速したことから、マインドの改善もみられている。6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3ヶ月ぶりに改善、20年2月以来の水準まで戻った。また、6月の景気ウォッチャー調査でも、景気の先行き判断BSIが2ヶ月連続で改善、かつ17年10月以来の高水準となったことが確認できる（このうち家計動向関連も18年8月以来の高水準となった）。

経済見通し：今秋以降、景気の本格回復が始まる可能性も

ワクチン接種は着実に進展しているとはいえ、接種率はまだ十分高くないこと、感染力の高いデルタ株が大流行していること、さらに五輪・パラリンピック開催期間中の9月上旬までは感染拡大防止を推し進めると想定されることから、サービスを中心とした消費の低調さは秋口まで続くと思われる。

一方、中国経済の回復に一服感が出ているほか、東南アジアでの感染急拡大が見られるものの、欧米など先進国経済での持ち直し傾向が強まっていることもあり、輸出の増勢は保たれるとみられる。また、日銀短観などに代表されるビジネスサーベイからは設備投資意欲が総じて堅調であることが確認できる。8月中旬に公表予定の4～6月期GDPは2四半期連続のマイナス成長は回避できるものと予想される。その後も8月までは緊急事態宣言などの影響が残るものの、五輪・パラリンピックの終了後には、徐々に自粛要請などが解除され、需要喚起策の再開も見込まれることから、景気は本格回復を開始するだろう。



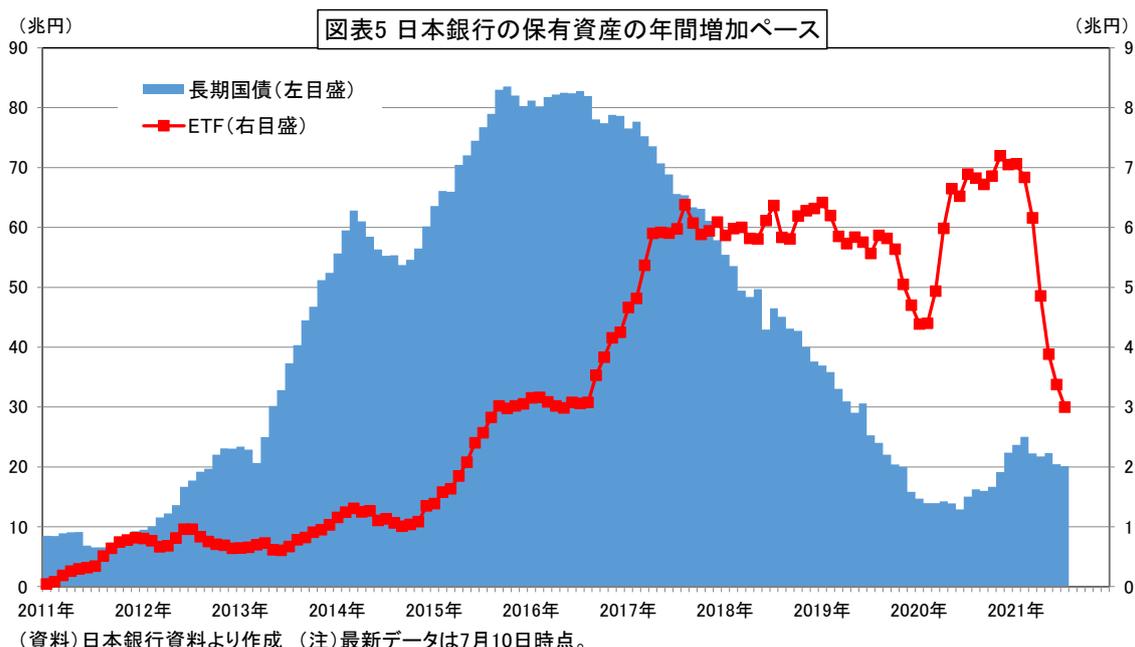
物価動向：携帯電話通話料の値下げ効果もあり、小幅上昇にとどまる

6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0.2%と2ヶ月連続の上昇となった。世界経済の回復期待を背景に原油価格が高騰しており、それに伴ってエネルギーが同4.6%と上昇率を拡大させている。しかし、生鮮食品・エネルギーを除くベースで見ると、同▲0.2%と3ヶ月連続の下落であり、欧米先進国などで見られるようにコロナ禍からの回

復によって需要が急拡大した結果、インフレ率が加速するという姿とは程遠い。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割り引いたとしても、僅かな上昇にとどまっている。

国内でのワクチン接種も着実に進展しており、五輪パラが終了した秋以降には、需要喚起策が再開される可能性もある。しかし、20年下期に実施されたGoToトラベルキャンペーンのように宿泊料の値下げなどが行われた場合には物価押下げに寄与するほか、国内ではデフレマインドが払拭されたわけではなく、消費者が持続的な値上げを容認する環境ではないこともあり、国内での物価上昇は限定的であろう。

ちなみに、協調減産の縮小幅を巡って紛糾していたOPECプラスであったが、7月18日の閣僚級会合で8月以降は毎月日量40万バレル増産することで合意された。これにより、原油高騰に歯止めがかかるかが注目される。



金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する方針

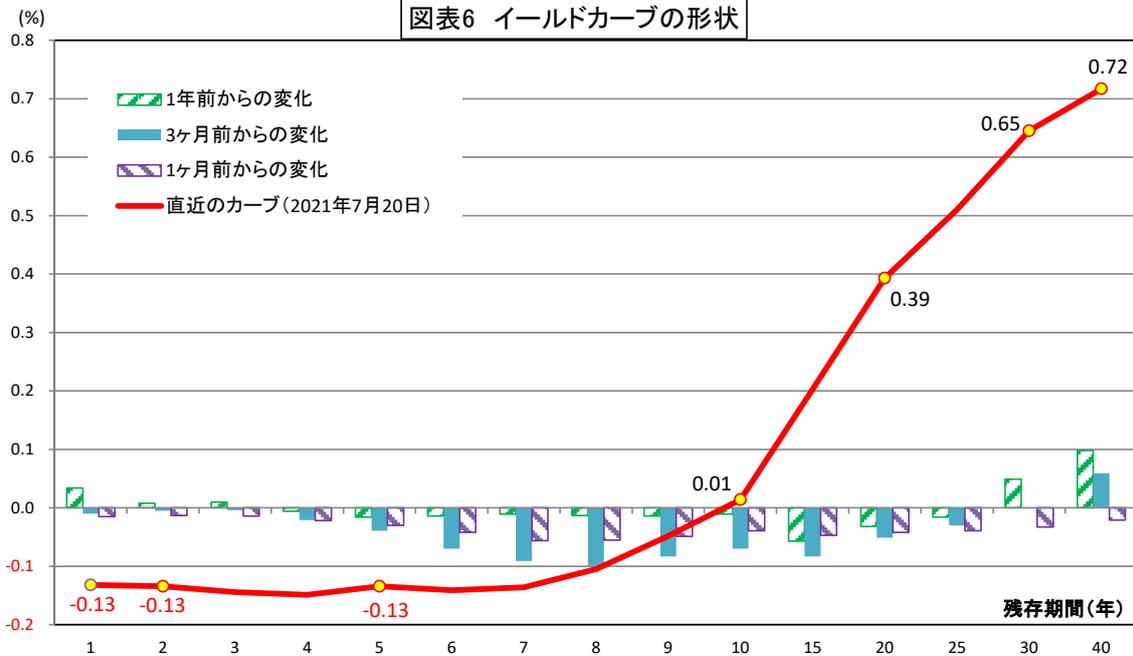
7月17～18日に開催された金融政策決定会合では、これまでと同様、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続することを決定した。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援等別プログラム（期限は22年3月まで）、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③それぞれ約12兆円および約

1,800億円の年間増加ペースの上限の下でのETFおよびJ-REITの買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努める姿勢を示している。

決定会合の終了後に示された展望レポートでは、緊急事態宣言の影響もあり、21年度の経済成長率を3.8%（政策委員見通しの中央値）へ下方修正する一方で、物価見通し（全国消費者物価コア）については原油高などの影響を踏まえて0.6%（同）へ上方修正した。ただし、23年度の物価見通しは1.0%（同）で据え置きとなり、目標とする2%の到達は見通せないことが改めて明らかとなった。黒田総裁の任期は23年4月であるが、それまでは現行レベルの緩和策が継続される可能性が高い。

なお、7月会合後には6月会合で予告されていた「気候変動対応を支援するための資金供給」の骨子素案、および「気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について」が公表された。注目の資金供給のスキームについては、貸付利率はゼロ%、マクロ加算残高への「2倍加算」を適用、貸出促進付利制度においては付利金利ゼロ%の対象とし、貸付期間を原則1年、実施期限（30年度）まで対象投融资の残高の範囲内で借り換えを何回でも可能で、実質的に長期にわたるバックファイナスを受けることが可能な設計とした。年内を目途に開始する方針だ。

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・

引き続き、景気回復に伴うインフレ昂進とそれに対する中央

見通し・注目点

銀行の対応がマーケットの注目を集めた。欧米中銀では最近のインフレ加速は一過性のものと評価、大規模な緩和を継続する構えを見せたほか、デルタ株の大流行などにより、7月は「リフレトレード」が巻き戻される格好で内外の金利が低下した。

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。



長期金利は再び低下

① 債券市場

コロナ禍の下、主要中央銀行が大規模な緩和策を続けたこともあり、20年下期にかけて国内の長期金利（新発10年物国債利回り）は低位安定で推移した。しかし、21年入り後はワクチン接種を開始した米国の景気回復期待や大規模な追加財政政策などを受けて米長期金利が上昇したことに追随し、国内金利も上昇傾向となった。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、警戒感が高まってい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基調となり、それにつられて国内金利も低下傾向

長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

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

米長期金利の低下でドル円レートは110円前後で推移

となった。6月の米FOMC後には利上げ開始時期の前倒しが意識され、国内の長期金利も一旦0.06%まで上昇したが、その後は再び低下、7月20日には半年ぶりに一時0.005%まで低下した。

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、当面はゼロ近傍から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国内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。

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。

さらに、6月の米FOMC後には大規模な金融緩和策の終了が意識されたほか、国内でのデルタ株の流行によって東京都に4回目の緊急事態宣言が発出されるなど景気の本格回復がさらに後ずれするとの見方が強まり、軟調な地合いが続いている。

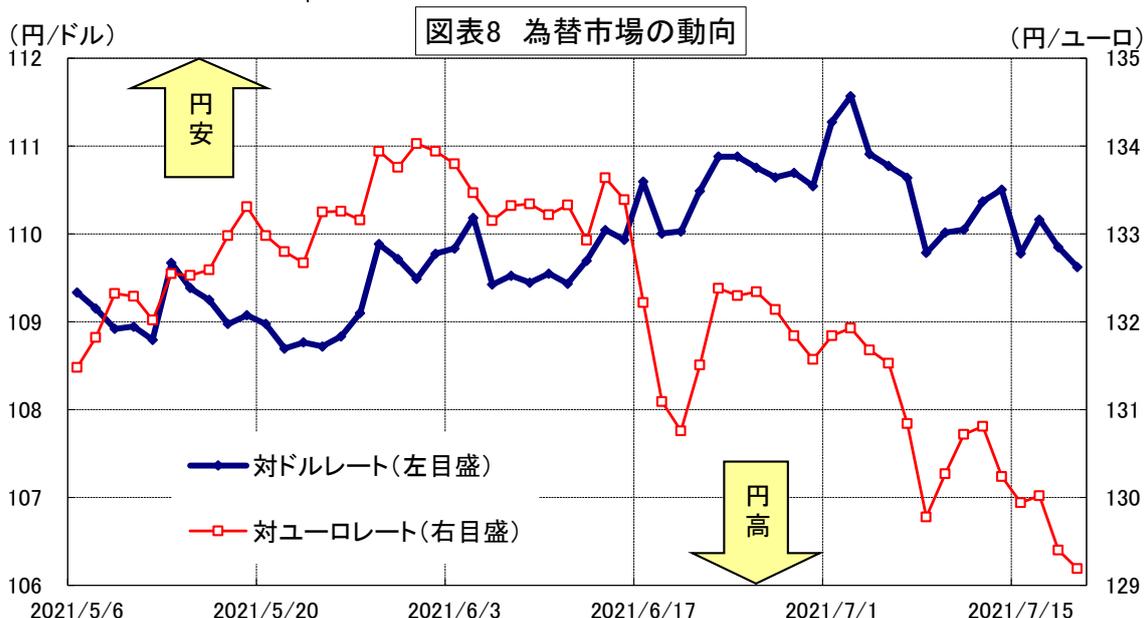
先行きについては、引き続き米国のインフレ動向や米国金融政策(テーパリングの開始時期など)を巡る思惑に左右される場面も想定されるものの、実際に金融緩和の規模縮小に向かうのはもう少し先であり、大規模な過剰流動性の存在は今しばらく株価を下支えするとみられる。基本的に内外経済はコロナ禍から持ち直していくと見込まれるため、業績見通しの上方修正とともに株価はいずれ上昇に転じると予想する。

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た。7月上旬には一時111円後半まで円安が進んだが、その後は米長期金利の低下を受けて110円前後で推移している。

先行きについては、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。

物価目標の引き上げでユーロ安が進む

ワクチン接種や景況回復に出遅れ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、米国の金利高騰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、6月FOMCで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に転じた。さらに欧州中央銀行(ECB)が20年1月から行ってきた金融政策の戦略検証の結果、中期的な物価目標を2% (従来は「2%を下回るが、それに近い」) に微修正、必要ならば一時的な2%超えも容認する可能性を示したほか、7月の政策理事会で金融政策のフォワードガイダンスも緩和方向で修正されるとの見方が強まったことで、足元ではユーロ安気味に推移している。

(21.7.20 現在)