

情勢判断

国内経済金融

変異ウイルスの大流行でさらに遅れる景気の本格回復

～求められる医療供給体制の一段の拡充～

南 武志

要旨

新型コロナの感染爆発の現状が「災害級」とまで評される中、政府はワクチン接種の推進に加え、13 都府県に対して緊急事態宣言を発出するなど、人流抑制などの行動制限を課している。しかし、感染第5波には収束のめどが見えておらず、対面型のサービス消費の停滞が続いている。輸出・生産や企業設備投資は底堅く、景気の回復基調は維持しているものの、医療逼迫が経済活動の本格再開のボトルネックとなっているほか、半導体不足による影響がしばらく続く可能性も強まっており、景気が本格的な回復軌道に乗るのは想定よりも大分後ずれする可能性が高い。

こうした動きを受けて、国内の金融市場ではリスクオフの流れが強まっており、株価は年初来安値を更新したほか、長期金利も一時ゼロ%まで低下した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2021年			2022年	
	8月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.032	-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 (%)	0.400	0.30~0.60	0.35~0.65	0.35~0.65
	10年債 (%)	0.015	-0.05~0.15	-0.05~0.20	-0.05~0.20
	5年債 (%)	-0.125	-0.18~-0.05	-0.18~0.00	-0.18~0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.9	100~118	100~118	100~118
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.9	120~140	120~140	120~140
日経平均株価 (円)	27,494	28,000±3,000	29,000±3,000	30,000±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8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。

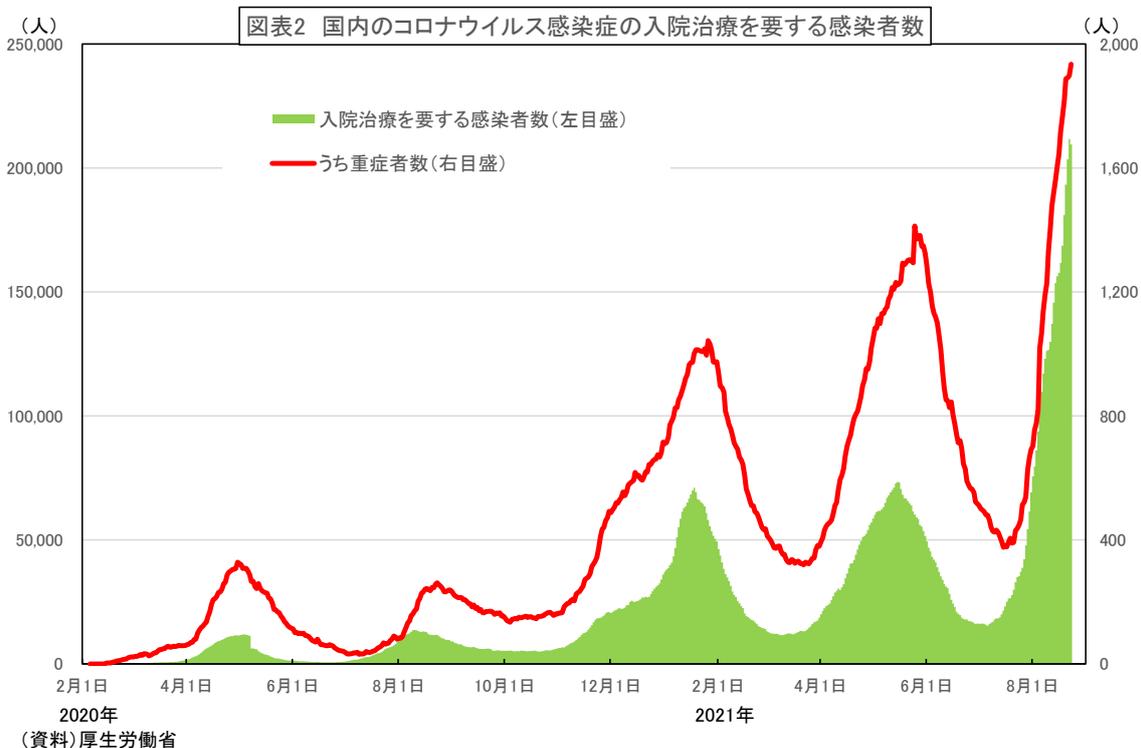
「災害級」の感染爆発 に対して医療供給体制の再構築が求められる

欧米主要国からは遅れているものの、国内でもコロナ・ワクチンの接種が進み、既に国民の4割超が2回目を完了した。政府は11月までに希望者全員の接種完了を目指している。

ワクチン接種が先行する国では行動制限を緩和、経済活動を正常化させており、日本もそれに追随することが期待されていた。しかしながら、現時点では感染時の重症化・死亡の抑制には一定程度貢献しているが、景気回復にとって所期の効果は出していない。新型コロナウイルス感染症の新規感染者数が急増すると、医療供給体制が逼迫し、人流の抑制や飲食を伴う会合の自粛などを要請するということが幾度も繰り返されてきたのが実情だ。

一方、夏場以降は変異ウイルス（デルタ株）が大流行しており、政府は沖縄（5月23日～）、東京（7月12日～）、埼玉、千葉、神奈川、大阪（8月2日～）の6都府県に対して出していた緊急事態宣言の実施期限を9月12日まで延長するとともに、8月20日から茨城・栃木、群馬、静岡、京都、兵庫、福岡の7府県を加えた、また、まん延防止等重点措置の対象地域を16道県に広げることを決定、不要不急の外出や人流の抑制などを要請している。さらに、北海道と岐阜、愛知、三重の3県も緊急事態宣言の対象とすることも検討されている。全国知事会では政府に対して都市封鎖の検討を求めるなど、各自治体の現場では事態が深刻に受け止められている。

現在の感染状況を「災害級」と認識するのであれば、コロナ専門の病床やそれに対応する医師・看護師などの確保、コロナ患者を受け入れる民間病院への手厚い補償や支援などで、医療資源の最適配分を早急に目指す必要がある。感染拡大リスクが残る中では、こうした医療供給体制の十分な整備無しでは、国内景気の本格回復は見込みがたい。なお、23日に厚労省と東京都は感染症法に基づき、都内の全医療機関に対してコロナ患者の受け入れを要請することを発表しており、ようやく本腰が入り始めたように思われる。

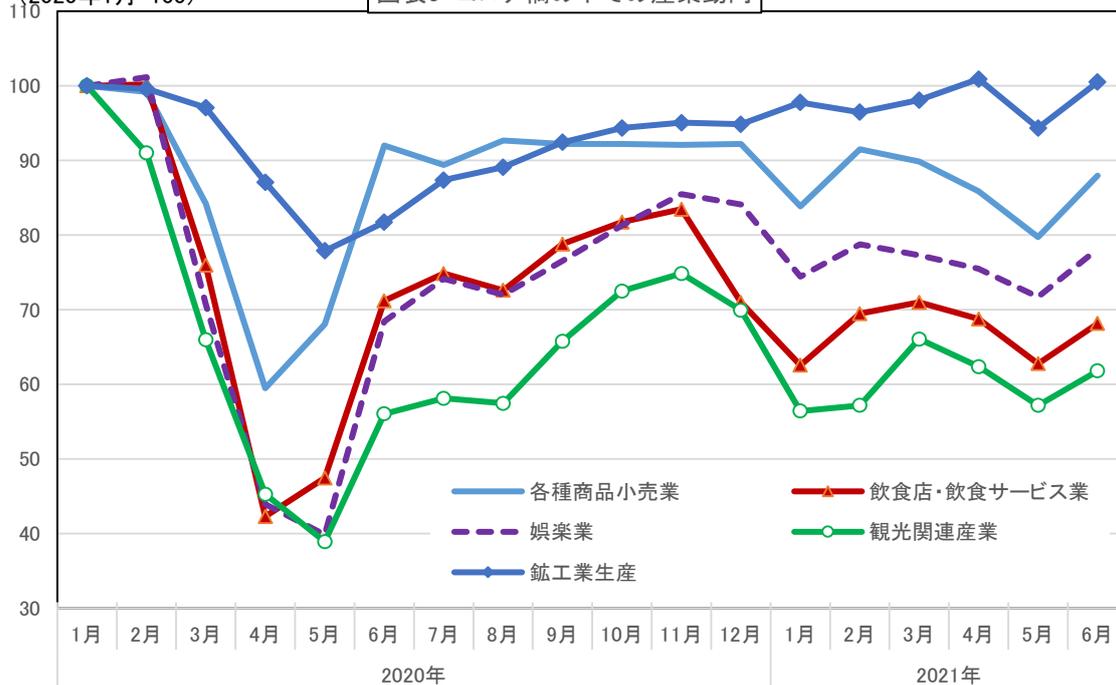


4～6 月期は 2 四半期 ぶりのプラス成長

以下、国内景気についてみていきたい。まず、4～6 月期の実質 GDP は前期比年率前期比年率 1.3%と、2 四半期ぶりのプラスとなった。東京・大阪など大都市圏に対してまん延防止等重点措置や緊急事態宣言が相次いで出され、飲食業などに時短営業や酒類提供の自粛要請がされた半面、高齢者へのワクチン優先接種が始まるなど、多少の安心感が醸成された時期でもあり、民間消費は前期比 0.8%と予想外の強さであった。また、成長率にとってはマイナス寄与ではあるが、輸入の増加（同 5.1%）はコロナ・ワクチンもさることながら、国内需要が底割れしていないことを反映していると解釈できるほか、民間企業設備投資（同 1.7%）、輸出等（同 2.9%）なども堅調だった。ただし、GoTo キャンペーンが奏功した 20 年 10～12 月期の水準を下回るなど、足踏みしている印象は拭えず、今春以降の欧米主要国が景気回復を強めていることとは対照的である。

(2020年1月=100)

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。

消費の停滞続く

また、月次の経済指標を確認しても、コロナ感染拡大が続く中、半ば恒常的な行動制限が課されている民間消費関連は弱いものの、海外経済の持ち直しに牽引された輸出、生産は底堅く推移している、という構図を見て取れる。6 月の消費関連指標をみると、実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）

**半導体不足などが当
面、輸出・生産を抑制
する可能性**

**経済見通し：年度
内は本格的な景気
回復は難しい**

は前月比 2.7%、総消費動向指数（実質、総務省統計局）は同 1.2%と、いずれも 3 ヶ月ぶりの上昇だったが、下旬に沖縄県以外の 9 都道府県に対する緊急事態宣言が解除され、行動制限が一部緩和されたことに伴うものと思われる。7 月には東京都で感染が再拡大し、4 回目の緊急事態宣言が発出されたことを踏まえると、サービスを中心に消費の停滞色が再び強まった可能性がある。

消費者マインドもコロナの感染状況に左右される状態が続いている。7 月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の先行き判断 BSI が 3 ヶ月ぶりに悪化、このうち家計動向関連も同じく 3 ヶ月ぶりに悪化し、再び判断基準となる 50 割れとなったことが見て取れる。

一方、7 月の実質輸出指数は前月比 1.7%と 2 ヶ月連続で上昇した。ただし、これまで牽引してきた中国向けに足踏みがみられるほか、米国・EU 向けも伸び悩んだ。財別にみても、半導体不足の影響を受ける自動車が横ばい推移を続けている半面、情報関連、資本財・部品には底堅さもあった。

年初来、半導体不足による自動車減産の影響が続いているが、新型コロナ・デルタ株の感染爆発が起きている東南アジアからの部品調達難から、トヨタ自動車は 9 月に 4 割減産を実施すると発表している。10 月には正常化し、年度内に挽回生産するとの見通しであるが、半導体不足問題に関しては年末にかけてさらに悪化するとの見方もあり、予断を許さぬ状況である。

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続いているものの、欧米など先進国経済では持ち直し傾向を維持していることもあり、輸出の増勢は保たれるだろう。また、企業の設備投資意欲も総じて堅調である。

新型コロナに関しては、行動制限措置やワクチン接種の進展などにより、いずれデルタ株の感染爆発は沈静化し、病床逼迫などが解消され、行動制限も一部緩和されるのだろう。しかし、次は別の変異ウイルス（ラムダ株など）の感染者が急増するとの予想やワクチン接種の完了者が感染する「ブレイクスルー感染」も報告されるなど、果たしていつになったら経済活動が本格的に再開されるのか、先行き不透明な状況に陥っている。

こうした中、先行してワクチン接種を開始したイスラエルでは 8 月から 3 回目の接種（ブースター）を開始したほか、欧米

政局流動化が進む可能性も

物価動向：基準改訂の影響で、物価は12ヶ月連続の下落状態へ下方修正

主要国でも同様の動きを9月にも始める方針である。国内ではワクチン接種完了者が国民の4割程度となったが、既にブースター接種の準備に取り掛かっている。

裏返してみれば、国内では今しばらくは新型コロナの感染状況に応じて経済活動への制限を続ける可能性が高く、サービス消費などの低調さは今年度中継続する可能性もあるだろう。それゆえ、21年度下期も国内景気は「ストップ・アンド・ゴー」の状態が続くものと想定される。GDPの直近ピーク水準（19年7～9月期）の回復は22年度下期までは難しいだろう。（詳細は後掲レポート「2021～22年度改訂経済見通し」を参照）。

一方、発足後1年の菅政権の行方にも暗雲が立ち込めている。発足直後こそ高い支持率だったが、コロナ感染をなかなか抑制できず、緊急事態宣言が半ば定常化するなど、コロナ対策などへの不満が高まっており、内閣支持率も危険水域とされる30%割れとなる世論調査も散見されている。

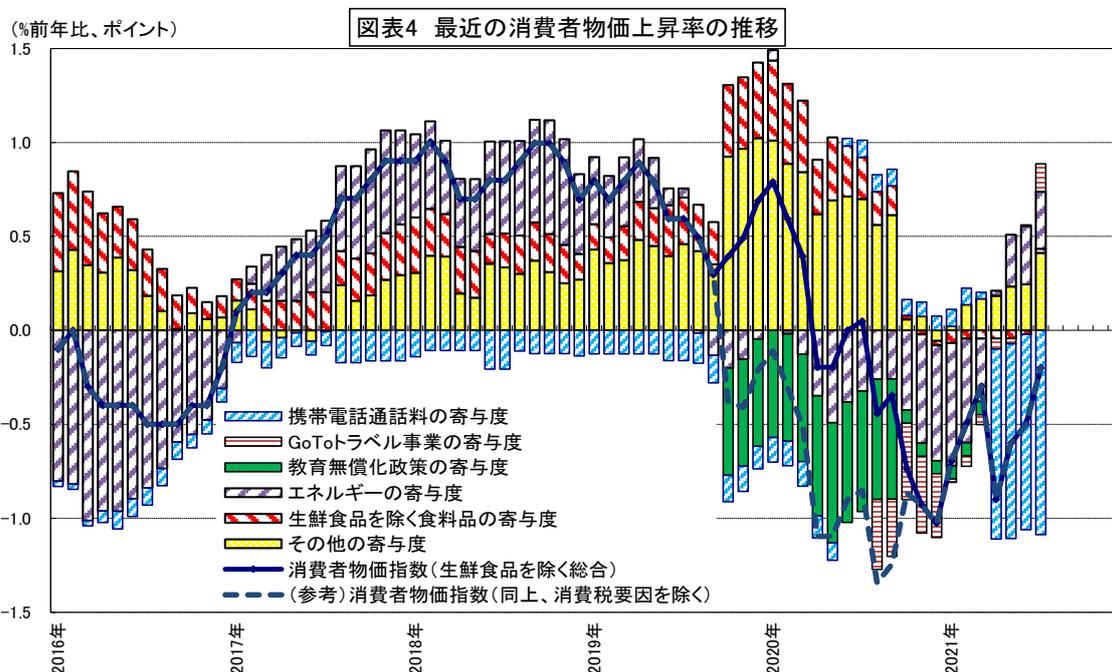
こうした中、首相のお膝元で行われた横浜市長選（8月22日投開票）も自身が推した候補が大敗を喫するなど、今春の3つの国政選挙での与党全敗（衆院北海道2区は不戦敗）に続き、近々実施予定の総選挙に対する与党内の危機感をさらに高めた。9月末に菅首相は自由民主党総裁として任期を迎えるが、複数名が総裁選への立候補への意欲を表明するなど、今後、政局流動化が一気に進む可能性もあるだろう。

消費者物価指数は2020年基準へ改訂され、全般的に物価変動率が押し下げられている。例えば、全国6月分の生鮮食品を除く総合（以下コア）は、旧基準では前年比0.2%のプラスであったが、新基準では同▲0.5%とマイナスへと、▲0.7ポイントの下方修正となった。また、7月の全国コアも前年比▲0.2%と、12ヶ月連続の下落となった。世界経済の回復期待を背景とした原油高により、電気代、ガソリン代などエネルギーの前年比上昇率が拡大したほか、前年7月に始まったGoToトラベルキャンペーンで宿泊料が引き下げられた反動が出て、下落幅は縮小した。

なお、4月に引き下げられた携帯電話通信料だけで物価全体を▲1.09ポイントも押し下げているが、この要因を除いてもコア指数の上昇率は前年比1%未満であり、需要が供給を上回る勢いで回復している欧米主要国でみられるインフレ昂進は国

内ではまだ無縁である。

冒頭でも触れたとおり、国内では新型コロナの新規感染者数が増加すると、医療逼迫につながり、飲食業・宿泊業・旅行業などの活動を制限せざるを得ない状況から脱しておらず、それらのリンクが切れない限り、需要喚起策を再開しても、景気の本格回復につながる可能性は薄い。また、家計の所得環境が厳しい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、21年度下期にかけても物価上昇圧力は限定的であろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

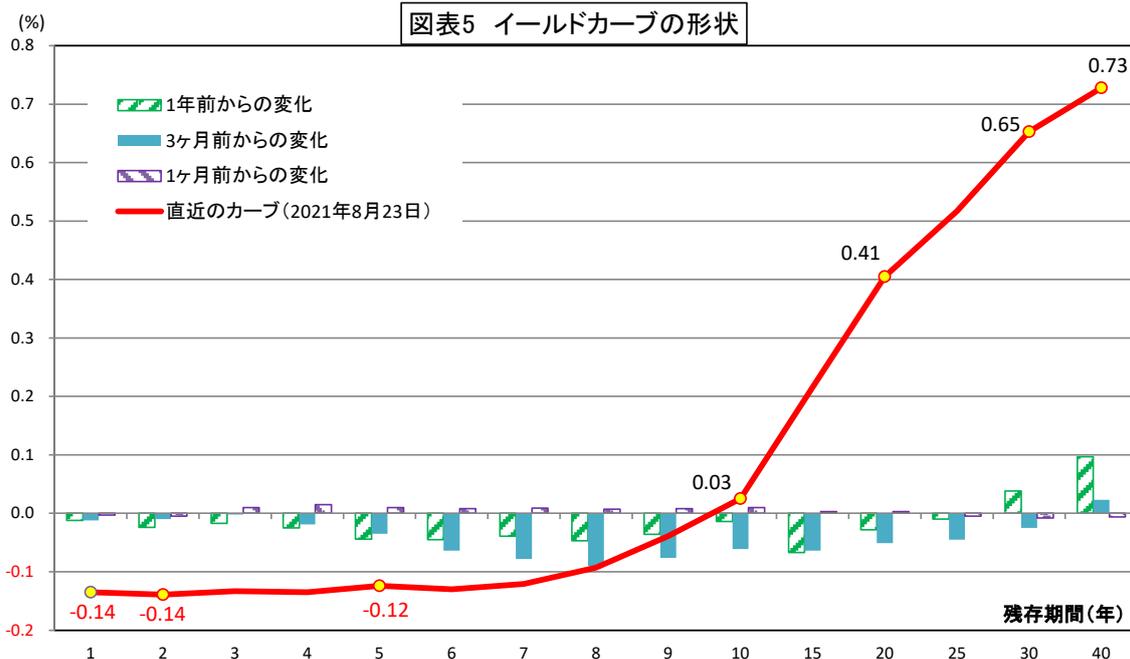
金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する方針

日本銀行は、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」を継続していることに加え、コロナ対応の対策を打っている。引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム（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。

昨年来、欧米中銀では物価目標について、中期的に2%の物価上昇率を目指す方針に修正し、一時的な物価上振れを容認す

る姿勢を示す中、日銀でもオーバーシュート型コミットメントによって物価上昇率が安定的に 2%超となるまでマネタリーベースを拡大し続けることを約束している。7 月の展望レポートによれば、23 年度の物価見通しは 1.0%（全国コア）であること、前述の通り、国内の物価上昇圧力が乏しいことを踏まえると、少なくとも今後 2 年間は現行レベルの緩和策が継続される可能性が高いだろう。

図表5 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

長期金利に低下圧力

景気回復に伴うインフレ昂進とそれに対する中央銀行の対応に加え、内外で猛威を振るうデルタ株が景気回復を阻害する可能性がマーケットの注目を集めた。基本的に、7月に続いてリスクオフの流れが続いている。

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

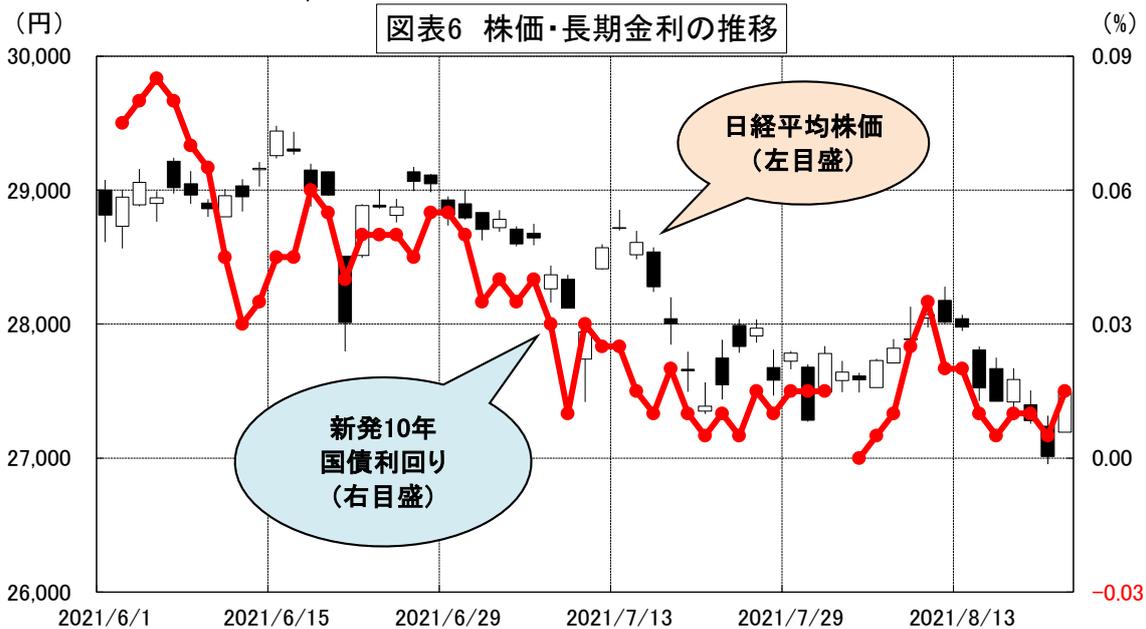
21年に入り、ワクチン接種を先行開始した米国での景気回復期待や大規模な追加財政政策などを受けて米長期金利が急上昇、それに追随し、国内の長期金利（新発10年物国債利回り）も上昇傾向が強まった。さらに、3月の金融政策決定会合で予定する政策点検にて長期金利の変動許容幅が拡大されるとの思惑も加わり、2月末には長期金利は一時0.175%と、約5年ぶりの水準まで上昇した。しかし、その政策点検では大規模緩

長期金利は引き続きゼロ近傍から小幅プラス圏での推移

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月会合終了後は上昇圧力が一服した。

6月には米国のインフレ加速は一時的との認識が広まり、内外金利は低下に転じた。8月4日には8ヶ月半ぶりに一時0%まで低下するなど、景気回復がさらに遅れるとの観測も加わり、上昇圧力の乏しい展開が続いている。

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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)6/1、8/3の新発10年物国債は出合いなし。

国内景気の出遅れ感から、日経平均は年初来安値を更新

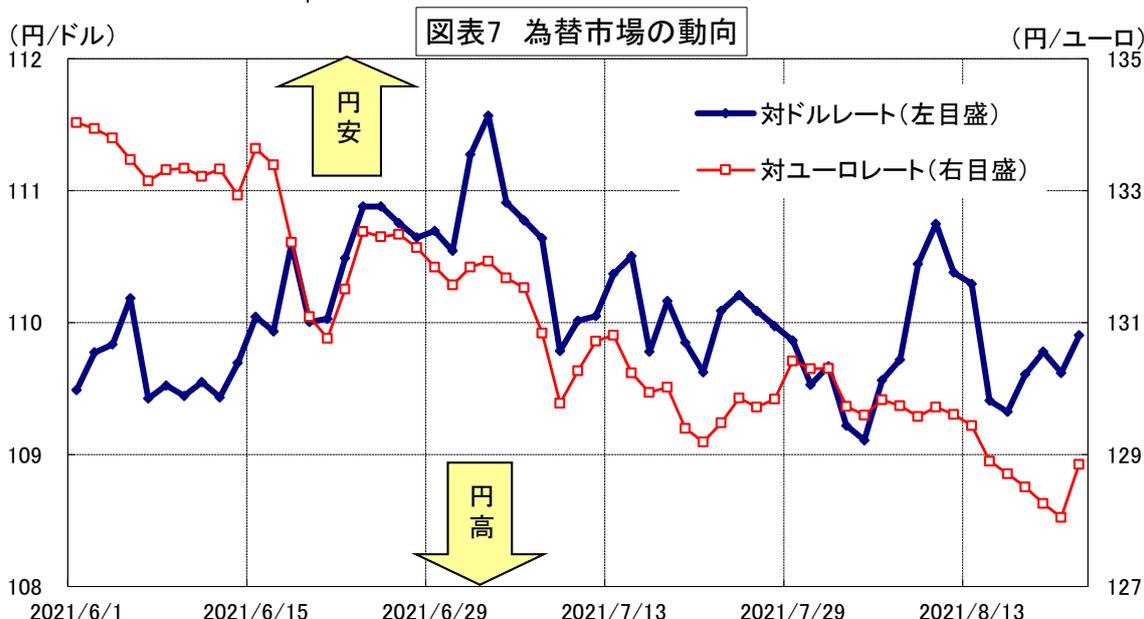
② 株式市場

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。8月20日には8ヶ月ぶりに27,000円を割り、年初来安値を更新する場面もあった。

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、金融緩和の規模縮小は米国景気の足腰が強まっていることの証拠でもあり、過度の悲観論は不要であろう。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ことから、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ものと予想する。



(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110円前後で推移

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

ユーロ安が進行

進んだが、その後は米長期金利の変動に影響を受けつつ、概ね110円前後での展開が続いている。

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、ドル高気味の展開になりやすいと思われる。

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」）に修正し、それに合わせて7月の政策理事会では政策金利のフォワードガイダンスについて、2%の安定的な物価上昇が持続すると判断される時期まで現行金利水準かそれ以下にとどめるとし、一時的な2%超の物価上昇を容認する姿勢を見せた。こうした政策スタンスに日欧間の差はないものの、中銀バランスシートの拡大テンポはECBの方が速いこともあり、最近ではユーロ安傾向で推移している。

(21.8.23 現在)