

## 行動制限の緩和によって動き始めたサービス消費

### ～総選挙は「分配政策」を巡って各党がアピール～

南 武志

#### 要旨

新型コロナウイルス・デルタ株による「第5波」は一気に収束し、9月末を以て緊急事態宣言などは全て解除された。10月以降、コロナ禍の下で自粛が続いた飲食・旅行・娯楽などサービス消費には持ち直しの動きが強まっている。半導体不足やグローバル・サプライチェーン障害などで内外の自動車製造業などに調整圧力が高まるなど、世界的に供給制約による景気下押し圧力が発生しているものの、21年度下期は本格的な景気回復に向けた動きが続くだろう。なお、岸田新首相の下、解散・総選挙が実施されており、各党とも格差是正に向けた分配政策の強化を訴える構図となっている。

一方、資源・エネルギー価格が高騰する中、円安が進行しており、その動向や景気への影響に注目が集まりつつある。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2021年		2022年			
	10月 (実績)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	9月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.034	-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 (%)	0.480	0.35~0.65	0.35~0.65	0.35~0.65	0.35~0.65
	10年債 (%)	0.085	0.00~0.20	0.00~0.20	0.00~0.20	0.00~0.20
	5年債 (%)	-0.075	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.15~0.00	-0.15~0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	114.1	105~120	105~120	105~120	105~120
	対ユーロ (円/ユーロ)	132.9	120~140	120~140	120~140	120~140
日経平均株価 (円)	28,708	30,250±3,000	31,000±3,000	31,500±3,000	32,000±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)

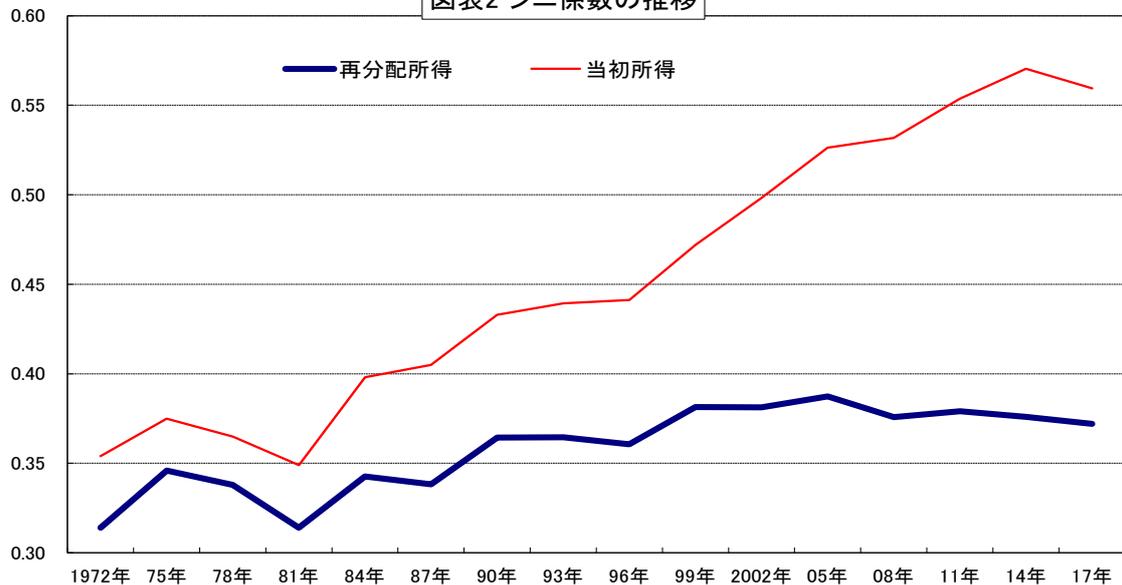
(注)実績は2021年10月21日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 岸田新首相の下、解散・総選挙へ突入

9月29日の自由民主党総裁選挙で勝利した岸田文雄氏は、10月4日に召集された臨時国会において第100代内閣総理大臣に指名された。その後、所信表明演説やそれに対する各党代表質問を経て、14日に衆議院が解散され、政権選択のための選挙戦が事実上スタートした。新内閣の誕生から僅か10日後の解散、27日後の投開票(31日)はいずれも戦後最短の記録だが、短期決戦に踏み切ったのは、内閣支持率が十分高く、かつ野党共闘の態勢が整わないうちに総選挙戦に突入したいとの思惑が働いたためとみられる。ただし、岸田内閣への支持率(49%、NHK調べ(以下同じ))は第2次安倍内閣や菅内閣の発足直後(それぞれ64%、62%)と比べて低いのは否めず、岸田色の打

ち出しに苦勞していることも見て取れる。

図表2 ジニ係数の推移

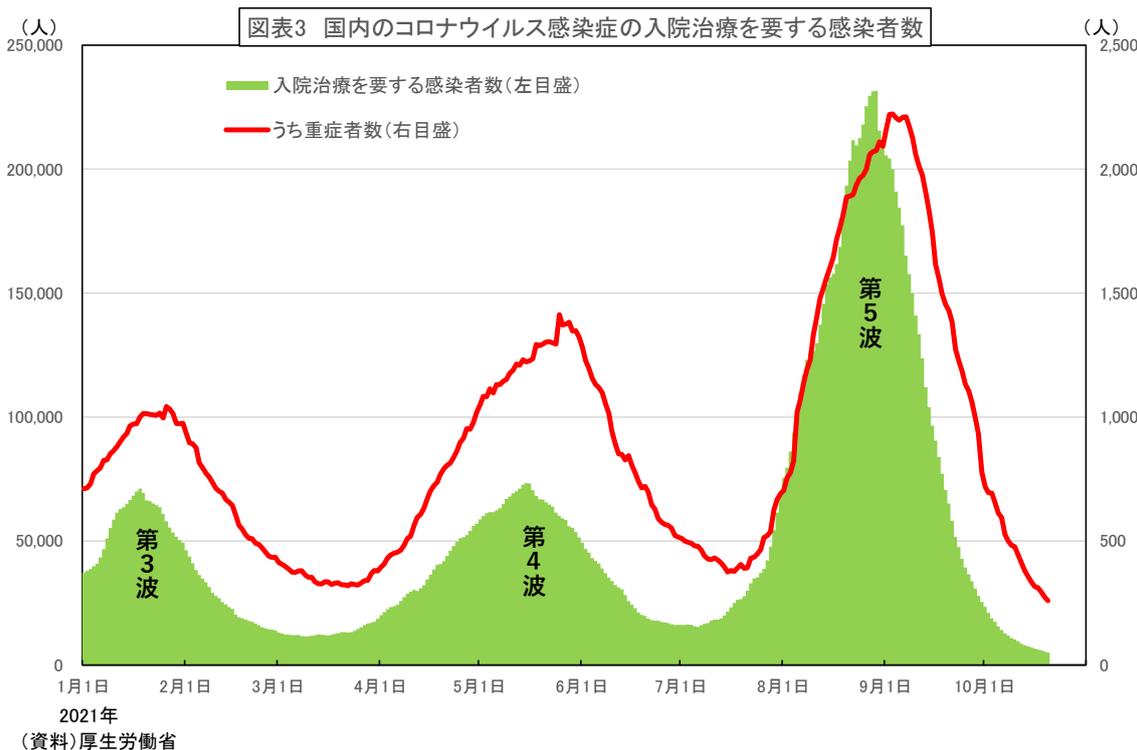


(資料)厚生労働省「所得再分配調査」

### 分配政策に注目が集まるが、財源については不透明さも

さて、岸田首相は経済政策の理念として「成長と分配の好循環」や「コロナ後の新しい社会の開拓」をコンセプトとする「新しい資本主義の実現」を掲げている。成長を最優先したアベノミクスの下、所得・保有資産の格差が一段と拡大したとされることもあり、岸田首相は「分配なくして次の成長なし」と主張している。ただし、その評価が真つ当なものかどうかは疑い点もある。厚生労働省「所得再分配調査」によれば、ジニ係数は当初所得ベースでは確かに上昇基調である（直近 2017 年は低下）ものの、税制や社会保障制度などによる再分配所得ベースで見ると僅かに低下しており、格差は存在するものの、拡大傾向にあるとは言えない。一方で、アベノミクスの下で名目国民総所得（GNI、GDP+交易利得+海外からの所得の純受取）は 9%、雇用者数も 8%、それぞれ増加したものの、1 人当たり雇用者報酬は 4%の増加にとどまるなど、「成長の果実」が雇用者に十分行き渡らなかつたことは否定できない。

分配面への気配りはアベノミクスを批判してきた野党とも共通しているが、分配政策のための財源や効果の試算などについてはあまり示されていないのが実情である。総選挙後で岸田首相の続投ということになれば、「成長戦略会議」に代わって設置された「新しい資本主義実現会議」において具体策の検討が本格的に始まる見込みである。



### 行動制限の緩和と来るべき「第6波」への備えの両立

コロナ・ワクチン接種の出遅れ、崩壊寸前に迫った医療体制など、菅内閣のコロナ対策を巡る不満は少なくなかったが、夏場にかけてワクチン接種が急ピッチで進み（1回目終了が人口の76.0%、2回目完了が68.3%、首相官邸調べ）、欧州諸国に並んでいるほか、「第5波」も一気に収束しており、足元では感染抑制にかなり成功した国の一つとなっている。

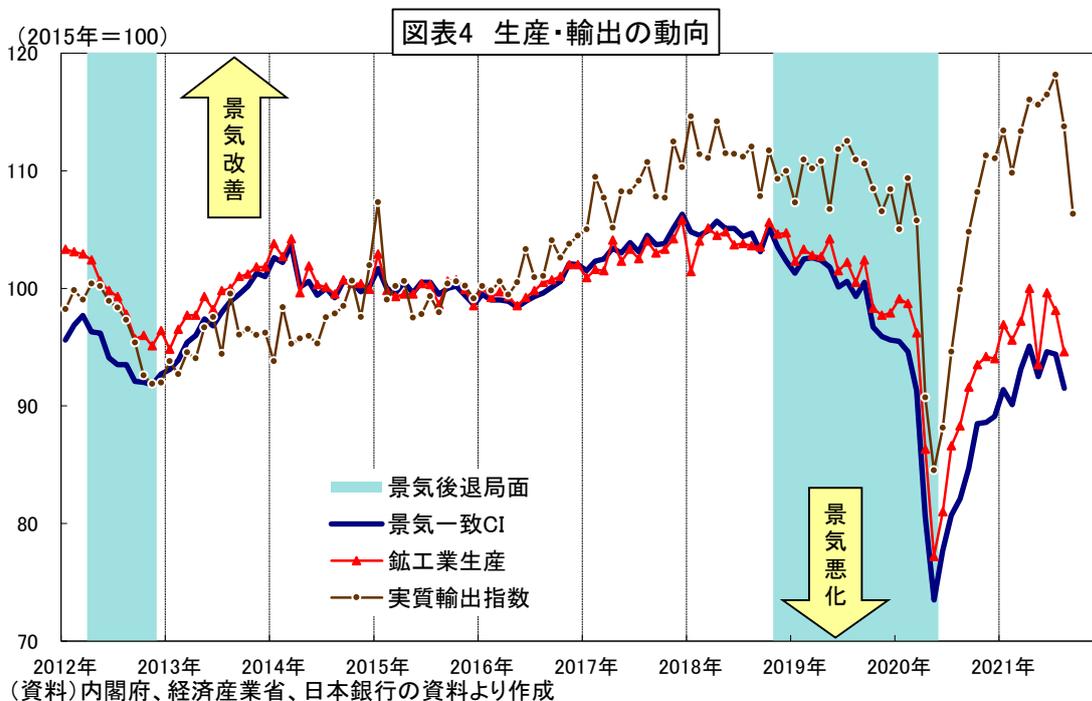
緊急事態宣言やまん延防止等重点措置など行動制限措置は9月末を以て全面解除されたが、東京都では10月24日まで「リバウンド防止措置」を実施するなど、時短営業の要請やイベント開催時の人数制限など一部の行動制限措置は残された。しかし、10月以降は対面型サービス業などの活動再開が本格化しつつあり、歓楽街や行楽地などでの人流回復も散見される。なお、都は25日以降、十分なコロナ対策を講じていると認証された飲食店に対しては時短営業を要請しないことを決定した。

一方、政府は来るべき「第6波」への警戒も続けている。医療供給体制の更なる整備に加え、3回目のワクチン接種に向けて準備を進めており、早ければ12月にも開始する方針である。それでも22年初頭には新規感染者数が急増するといった見通しもあり、国民に対して手洗いや咳エチケットなどの基礎的な感染予防を粘り強く続けるよう要請する必要がある。

## 夏場にかけて景気回復ペースが鈍化

以下、国内景気についてみていきたい。代表的なビジネスサーベイである日銀短観（9月調査）によれば、中小企業・非製造業を除き、景況感の改善が続いたものの、改善幅は小幅に留まった。また、大企業・製造業の業況判断DIは18、同・非製造業は2と、いずれも5期連続の改善だったが、前回からの改善幅はそれぞれ+4ポイント、+1ポイントと、非製造業の出遅れが改めて確認された。一方、原材料価格の高騰などにより、製造業の中でも素材業種と加工業種でも違いが出ている（改善幅はそれぞれ+7ポイント、+1ポイント）。ちなみに、半導体不足や東南アジアからの部品調達難などによって大幅減産を余儀なくされている自動車製造業は2期連続の悪化（前回から▲10ポイント）で、DIの値も▲7と「悪い」超に転じている。

一方、月次の主要経済指標からは夏場にかけて景気回復のテンポが鈍った可能性が見てとれる。8月の景気動向指数によると、CI一致指数は91.5と2ヶ月連続の低下（前月から▲2.9ポイント）だったが、基調判断は6ヶ月連続で「改善」を維持した。しかし、9月分が僅かでも低下すれば、基調判断は「足踏み」へ下方修正されることになる。また、CI先行指数も2ヶ月連続で低下した。



## 自動車減産の影響で輸出に急ブレーキ

9月の貿易統計によれば、輸出額は前年比13.0%と7ヶ月連続の増加だったが、8月（同26.2%）から大きく鈍化した。主

**行動制限措置の全面解除で先行き期待が高まる**

**経済見通し：年度下期には本格的な景気回復に向けた動きも**

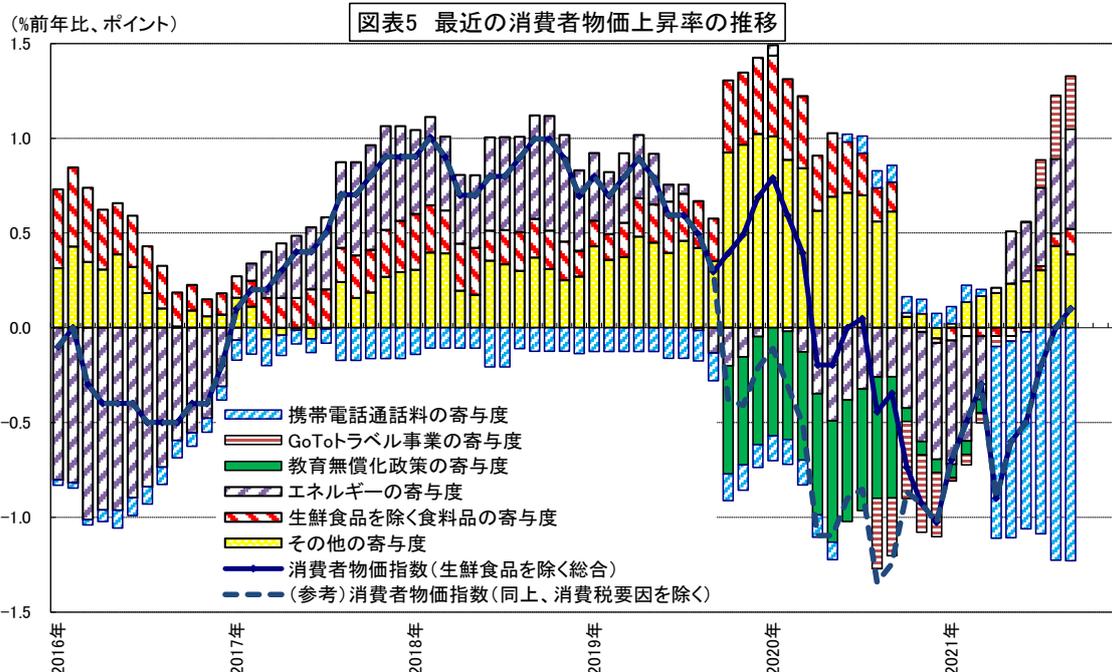
因は自動車と同▲40.3%と大幅減となったことであり、輸出の前年比に対する寄与度は▲6.5ポイントだった。9～10月に4割の減産体制となったトヨタ自動車によれば、東南アジアでの新型コロナウイルス感染症に対する行動制限が緩和されつつあることから、11月には回復を見込んでいるが、一部で部品不足の影響が残るとしている。なお、9月の実質輸出指数は前月比▲3.7%と2ヶ月連続の低下で、直近ピークの7月から1割の落ち込みとなったほか、7～9月期を通じても前期比▲2.8%と5四半期ぶりのマイナスとなった。

次に、消費関連指標をみるとGDP統計の民間消費に近い消費総合指数（内閣府試算）の8月分は前月比▲2.0%と3ヶ月ぶりの低下だった。7～8月平均は4～6月平均を0.6%下回っている。8月分が同▲2.1%の低下だった実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）の内訳をみると、サービス消費が低迷している様子が見てとれる。一方、第5波の収束を受けて、消費者マインドが改善するなど、先行きへの期待が高まっていることも確認できる。消費動向調査によると、9月の消費者態度指数は前月から1.1ポイント改善したほか、9月の景気ウォッチャー調査の先行き判断BSIも3ヶ月ぶりに改善、ともにコロナ禍からの持ち直し局面での最高値を更新した。

夏場にかけて世界的に新型コロナ・デルタ株の爆発的な感染拡大が起きたことで、内外経済ではコロナ禍からの持ち直しペースに鈍化が見られており、世界貿易数量も新興国を中心に頭打ち気味の推移となっている。グローバル・サプライチェーン障害は今後解消が期待されているが、資源・エネルギーなどの高騰やそれを受けた早過ぎるタイミングでの金融緩和縮小・金融引締めなどで、世界経済全体がスタグフレーション的な様相を帯びる可能性も無視できない。今後の輸出環境にはやや不透明性が高まっていると思われる。

一方、国内ではワクチン接種が進んだことで、感染リスク・重症化リスクなどが大幅に軽減され、新規感染者数も激減したことから、10月以降、サービス消費の持ち直しが本格化している。しかし、人流の回復に伴ってコロナ感染が再拡大する可能性も否定できず、感染症が流行しやすい冬場に「第6波」が襲来すれば、何らかの行動制限措置が導入されることもありうるだろう。ただし、3回目のワクチン接種などが22年前半には本

格化することから、国内景気が腰折れするような事態は避けられると思われる。21年度下期を通じて景気の本格回復に向けた動きが継続すると予想される。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

### 物価動向：コア指数は18ヶ月ぶりに上昇

9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、18ヶ月ぶりに上昇に転じた。原油高によって電気代、ガソリン代などのエネルギーが上昇している(前年比7.4%、寄与度:0.52ポイント)ほか、前年下期に実施されたGoToトラベルキャンペーンで宿泊料が値引きされた反動が出ていること(前年比43.1%、寄与度:0.28ポイント)が主因である。一方、4月以降に引き下げられた携帯電話通信料は同▲44.8%と大きく下落、この要因だけで物価全体を▲1.23ポイントも押し下げている。こうした宿泊料や携帯電話通信料の影響を除くと物価は1%程度の上昇となり、これが「自然体」の物価上昇率と推察されるものの、ペントアップ需要が急増し、供給能力を上回る状況となってインフレが加速し、金融政策の正常化を視野に入れる欧米主要国と比較すると明らかに低調といえる。

当面は電気・ガス代・ガソリンなどの値上げが続くほか、宿泊料の押し上げ効果が年内まで残ることから、物価上昇率はプラス幅を徐々に拡大させていくと思われる。ただし、家計の所得環境が依然厳しく、消費財・サービスの値上げに対しては消費

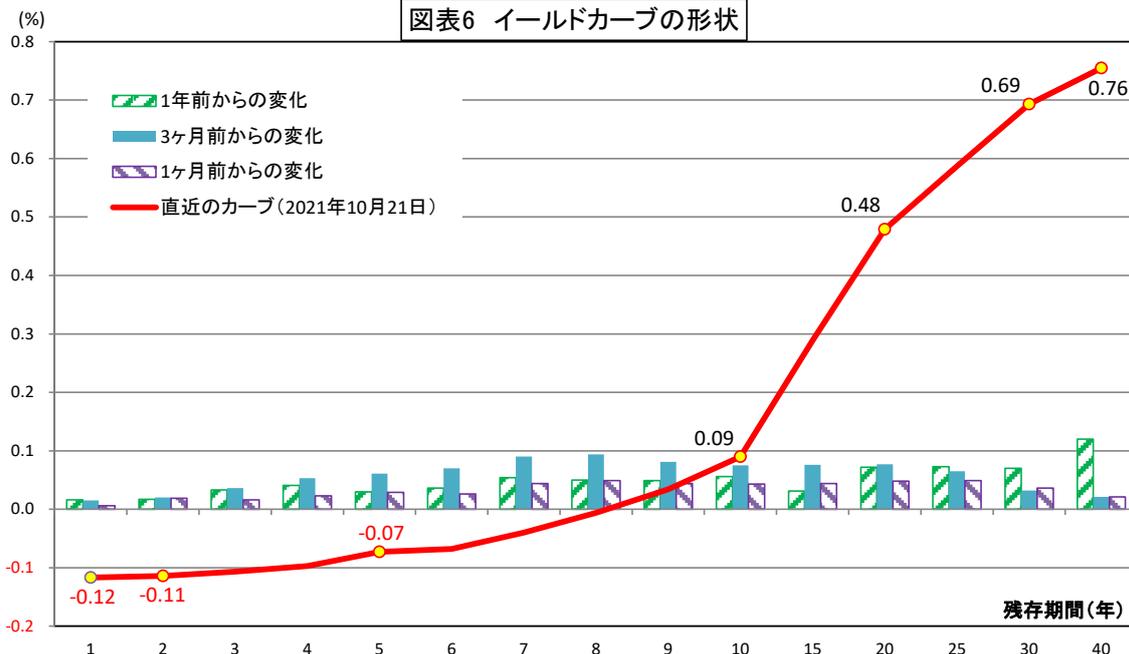
**金融政策：「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く継続する方針**

抑制的な動きが強まりかねない。それゆえ、物価上昇率が加速する可能性は小さいだろう。

日本銀行は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を粘り強く実施するとともに、コロナ対応の対策を継続している。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月末）、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。

さて、岸田新首相は金融政策について「大規模な金融緩和策によるデフレ脱却を最優先する」、「物価2%は世界標準で変えるつもりはない」と述べており、現行政策については肯定的との受け止めが可能である。黒田総裁が任期を迎える23年4月まで1年半となったが、2%の物価上昇が見通せる状況にない以上、政策正常化を促す可能性は乏しいと思われる。

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**

岸田内閣の発足に対し、株式市場は12年ぶりとなる8日続落となるなど、手荒い歓迎となった。その背景として、岸田首相の下では改革が進まないのではとの思惑が働いたほか、金融所得課税の強化などでリスクマネーの供給に悪影響が出るとの懸念が指摘されたが、米国の連邦債務上限問題や中国の不動

産大手の債務問題、インフレ高止まりによる急ピッチの米国利上げ懸念、資源・エネルギー価格の高騰継続など、海外発の要因も影響したことも確かであろう。なお、10月入り後は米国株高や円安も手伝い、株価持ち直しも見られる。

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 (注)8/3、9/13の新発10年物国債は出合いなし。

## 長期金利はじり高

### ① 債券市場

21年に入り、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急上昇した米長期金利に追随する格好で、国内長期金利（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月会合終了以降は上昇圧力が一服、低下傾向をたどった。さらに、6月には米国のインフレ加速は一時的との認識が広まったほか、8月上旬には「第5波」で国内景気の足踏みが長期化するとの観測も加わり、一時0%に低下する場面もあったが、その後は米長期金利の上昇につられて緩やかに上昇、直近は0.08%前後で推移するなど、6月上旬並みの水準となっている。

## 長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

## 8 月末以降の値上がり分が一旦剥落した後、緩やかに再上昇

## ドル円レートは円安進行

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、米国の利上げや国内景気の本格回復の機運が強まる場面では上昇傾向が強まるだろう。

### ② 株式市場

米国株高につられる格好で、日経平均株価は 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。しかし、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国内景気の鈍さ、さらにはスピード調整も加わり、その後はじり安の展開となった。夏場にかけては米国で金融政策正常化が意識されたほか、「第 5 波」により国内景気の本格回復がさらに後ずれするとの見方から下落傾向が強まり、8 月 20 日には一時 27,000 円を割り込み、年初来安値を更新した。

しかし、菅首相の退陣表明後には一変、新内閣の経済政策への期待感から「政局相場」となり、バブル崩壊後の最高値を更新 (30,795 円) するなど、日経平均株価は 1 ヶ月で 1 割以上も値上がりした。9 月下旬にかけては、海外要因に加え、岸田新内閣の経済政策に対する警戒もあり、値上がり分が一旦剥がれ落ちたものの、10 月中旬以降は持ち直しの動きが見られる。

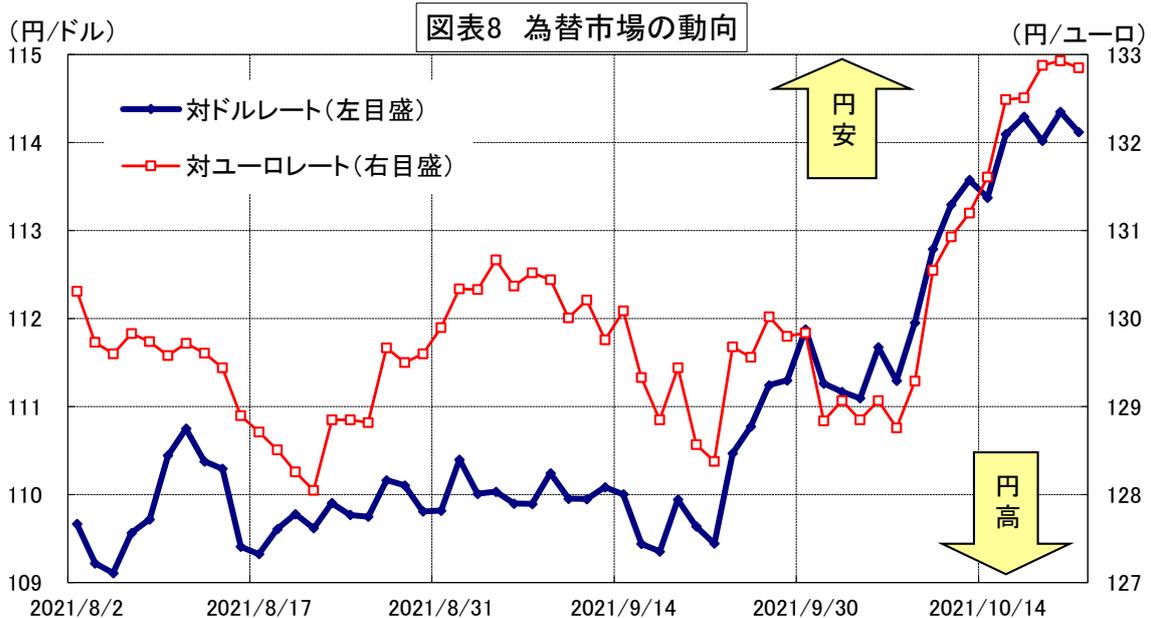
先行きは、引き続き米国のテーパリング (金融緩和の規模縮小) を巡る思惑や内外経済のスローダウンへの警戒が上値を抑える場面も想定されるが、金融緩和の規模縮小は米国経済の正常化が進みつつあることの証拠で、過度の警戒は不要と思われるほか、グローバル・サプライチェーン障害も解消に向かっていくと期待される。基本的に内外経済の持ち直し基調は継続すると見込まれることから、株価は底堅く推移していくものと予想する。

### 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、その後は米国バイデン政権による積極的な財政運営から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1年ぶりに111円目前まで円安が進んだ。4月に米長期金利の上昇が一服するとドル高修正の動きが強まったが、5月以降は米国金融政策の転換への思惑などにより、再び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、9月中旬にかけては110円を挟んだ狭いレンジでの展開が続いた。しかし、9月下旬以降は米国長期金利が上昇したこともあり、円安傾向が強まり、114円台となっている。

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、引き続きドル高気味の展開になりやすいと思われる。なお、このところの円安進行は日本経済にとってメリットよりもデメリットの方が大きいとする「悪い円安」であるとの評価も浮上している。



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

### 対ユーロレートも円安方向へ

また、対ユーロレートでも円安が進行している。コロナ禍からの持ち直しが進むユーロ圏諸国でも、最近では部品調達難やエネルギー高騰などの懸念材料が浮上しているものの、ワクチン接種が進んだことで、経済活動の正常化が進み、金融政策の正常化に向かいつつある。こうしたことから、10月に入り、ドル高につられる形でユーロ高が進み、足元では133円前後となっている。当面は円安気味の展開が予想される。

(21.10.21 現在)