

## コロナ収束で先行きの回復期待が高まる日本経済

### ～政府は過去最大規模の追加経済対策を策定～

南 武志

#### 要旨

欧米諸国でコロナ禍からの持ち直しが本格化し、インフレ率の加速が見られる中、日本では7～9月期が再びマイナス成長となり、かつ物価上昇率もゼロ近傍にとどまるなど、出遅れ感が鮮明となっている。しかし、緊急事態宣言などが全て解除された10月以降はサービス消費には持ち直しの動きが強まっているほか、グローバル・サプライチェーン障害も解消方向にあることから、10～12月期にはプラス成長に戻るとみられる。半導体不足による自動車生産への下押し圧力はしばらく残るものの、過去最大規模となった追加経済対策の効果も期待されることから、22年入り後には景気の本格回復が始まる可能性が高まっている。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

| 年/月<br>項目         | 2021年        |              | 2022年        |              |              |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   | 11月<br>(実績)  | 12月<br>(予想)  | 3月<br>(予想)   | 6月<br>(予想)   | 9月<br>(予想)   |
| 無担保コールレート翌日物 (%)  | -0.038       | -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 (%)     | 0.465        | 0.35～0.65    | 0.35～0.65    | 0.35～0.65    |
|                   | 10年債 (%)     | 0.070        | 0.00～0.20    | 0.00～0.20    | 0.00～0.20    |
|                   | 5年債 (%)      | -0.090       | -0.15～0.00   | -0.15～0.00   | -0.15～0.00   |
| 為替レート             | 対ドル (円/ドル)   | 114.2        | 108～120      | 110～122      | 110～122      |
|                   | 対ユーロ (円/ユーロ) | 128.6        | 120～140      | 120～140      | 120～140      |
| 日経平均株価 (円)        | 29,774       | 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)

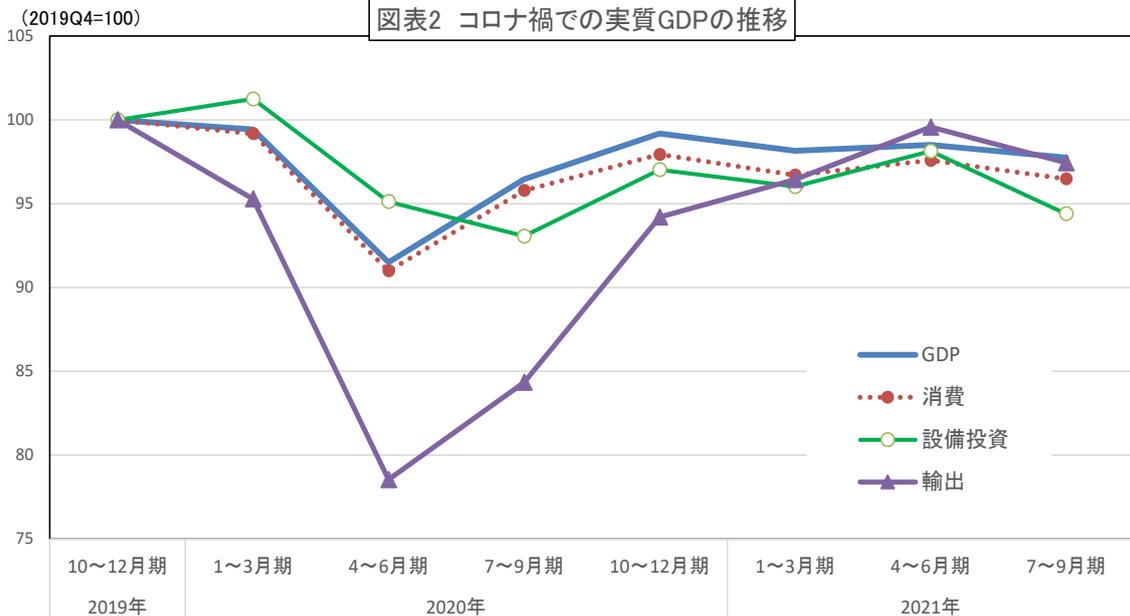
(注)実績は2021年11月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### 21年入り後の停滞を改めて確認

ワクチン接種の進展に伴って行動規制が緩和され、コロナ禍からの持ち直しが進みつつある欧米諸国では、景気が回復基調となり、インフレ率も目標を上回って推移している。米連邦準備制度やイングランド銀行などの一部の中央銀行では政策正常化を進める、もしくは進めようとしている。

これに対して、日本では21年に入って以降「緊急事態宣言」や「まん延防止等重点措置」といった行動制限措置がほぼ常態化していたこともあり、飲食・観光・娯楽などのサービス消費が停滞を余儀なくされてきた。7～9月期のGDP第1次速報によれば、実質成長率は前期比年率▲3.0%と再びマイナスとなった。1年延期された東京五輪・パラリンピックは開催に漕ぎつけたものの、その恩恵には与れなかったほか、新型コロナウイルスの変異株(デルタ株)によるパンデミックが消費、企業設

備投資、輸出など広範囲に悪影響を及ぼした。



(資料)内閣府経済社会総合研究所資料より農林中金総合研究所作成

## 夏場にかけて景気回復ペースが鈍化

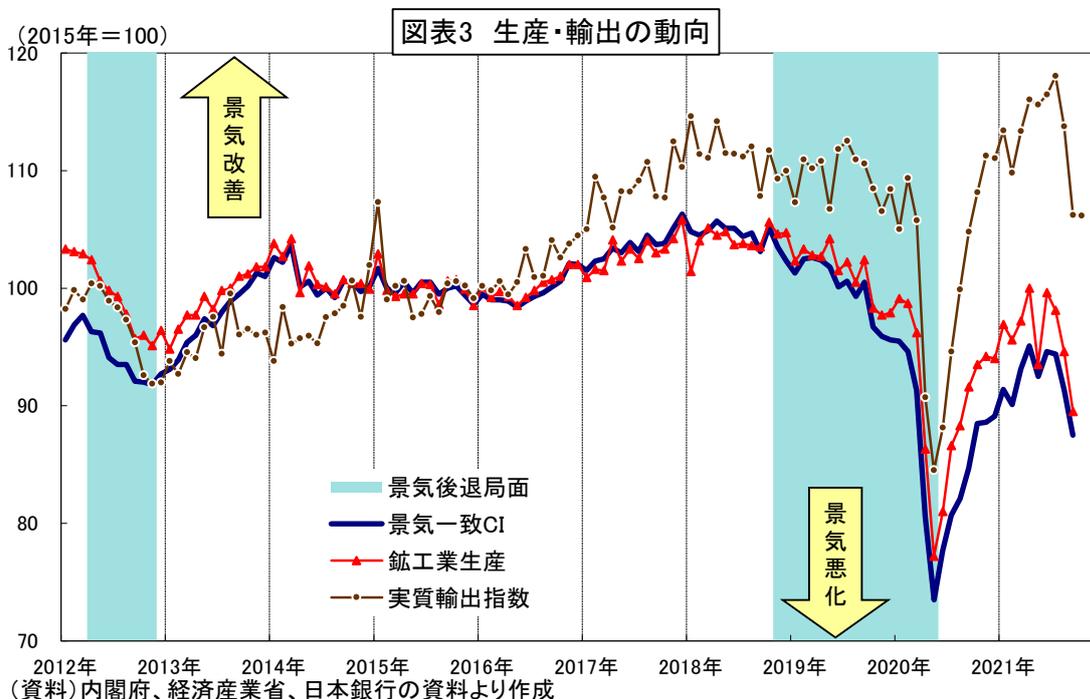
月次の経済指標からも国内景気の足踏みが確認できる。9月の景気動向指数によると、CI一致指数は87.5と3ヶ月連続で低下、20年9月以来の低水準となった。それに基づく景気の基調判断も「改善」から「足踏み」へ下方修正されたが、この表現は18年12月以来である。なお、10月分が僅かでも低下すると、「下方への局面変化」へさらに下方修正され、景気の山を通過した可能性が意識されることになる。ちなみに、CI先行指数も3ヶ月連続の低下だった。

## 自動車減産の影響で輸出に急ブレーキ

また、10月の貿易統計によれば、輸出額は前年比9.4%と8ヶ月連続の増加だったが、ベース効果の剥落もあり、増加率は5ヶ月連続で鈍化した。主因は9月と同様、自動車が同▲36.7%と大幅減少となったことである（輸出の前年比に対する寄与度は▲5.9ポイント）。一方で、半導体不足への対応から、半導体等製造装置など資本財の輸出は底堅く推移した。トヨタ自動車によれば、12月には部品調達難の緩和から生産ラインが相当程度回復することを見込んでいるが、不透明な状況が残っていることから挽回生産は年明け以降に持ち越される模様だ。

ちなみに、10月の実質輸出指数は前月比▲0.1%と3ヶ月連続の低下で、中国やNIEs・ASEANなどアジア向けが弱い動きであった。また、実質輸出全体も7~9月平均を5.8%下回るな

ど、輸出の弱さが生産や設備投資などの企業活動にとって懸念材料となっている。



### 第5波収束でマインドは大きく改善

消費関連指標も鈍い動きを続けた。9月の実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）は前月比0.7%と3ヶ月ぶりに上昇したが、巣ごもり需要などで底堅く推移してきた耐久財が激減するなど、自動車減産の影響が消費にも出ている。

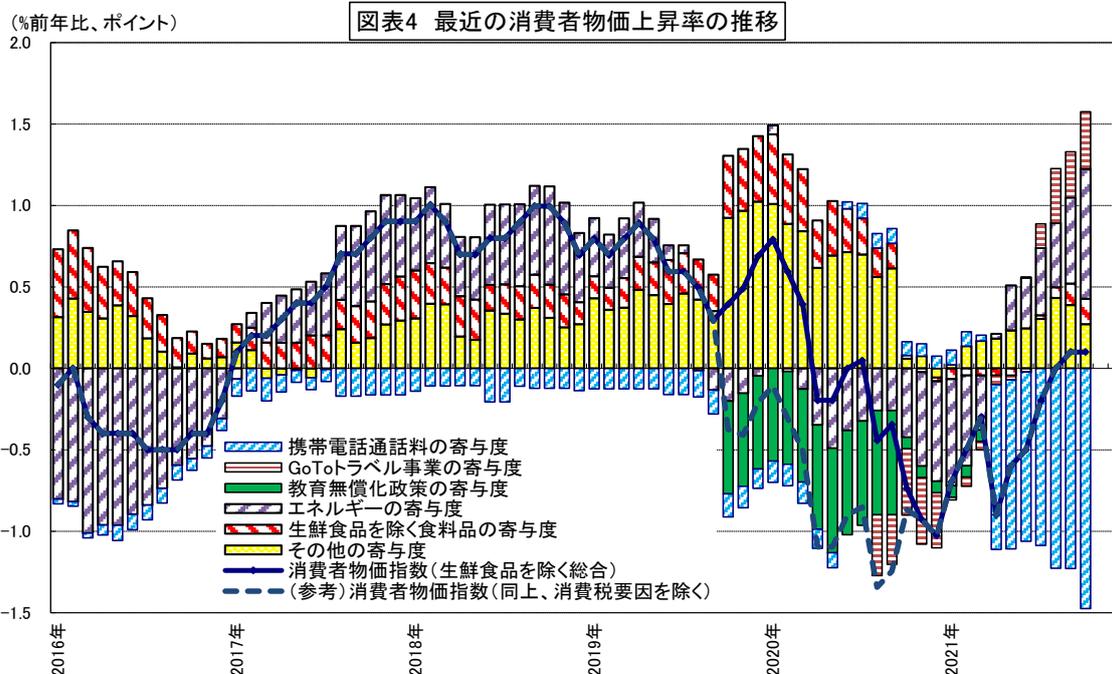
一方、「第5波」が一気に収束したことを受けて、消費者マインドが改善傾向となっており、先行きへの期待感が高い。消費動向調査によると、10月の消費者態度指数は前月から1.4ポイント改善し、コロナ前の水準を上回ったほか、10月の景気ウォッチャー調査の先行き判断BSIも2ヶ月連続で改善、8年ぶりの水準まで高まっている。

### 物価動向：乏しい物価上昇圧力

実体経済の鈍い動きは物価上昇圧力の乏しさにつながっている。10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2ヶ月連続のプラスながらも、インフレが加速している欧米諸国とは裏腹に、ゼロ近傍にとどまった。原油高などで電気・ガス代やガソリンなどエネルギーの上昇率が高まっており、物価全体の前年比に対して+0.79ポイント押し上げたほか、前年のGoToトラベルキャンペーンの反動によって宿泊料も同じく+0.35ポイント押し上げたものの、菅前首相が主導した携帯電話通信料の引き下げによって▲1.47ポイントも

押し下げられており、前者の上昇分を相殺している。

物価のベース部分を見る際に用いられる「生鮮食品・エネルギーを除く総合」を見ると前年比▲0.7%と、逆にマイナス幅が拡大するなど、物価の動きは総じて鈍い。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

## 過去最大規模の経済 対策を閣議決定

10月31日に実施された衆議院議員選挙(総選挙)では、議席を減らしつつも、自由民主党は単独で絶対安定多数の261議席を確保(公明党の32議席を合わせて293議席)、岸田首相の続投が決まり、政権運営を本格化させた。

19日には「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を閣議決定したが、財政支出ベースで55.7兆円と過去最大級となった。内訳は、①新型コロナウイルス感染症の拡大防止(22.1兆円)、②「ウィズコロナ」下での社会経済活動の再開と次なる危機への備え(9.2兆円)、③未来社会を切り拓く「新しい資本主義」の起動(19.8兆円)、④防災・減災、国土強靱化の推進など安全・安心の確保(4.6兆円)、となっている。財政支出のうち国費は43.7兆円で、12月召集の臨時国会に提出する補正予算(一般会計)には31.6兆円を計上する予定である。財源には、21年度予算の予備費の残額(8月末時点で2兆5,654億円)、前年度剰余金(4兆5,363億円)などが充てられるが、国債の追加発行は不可避とされている。

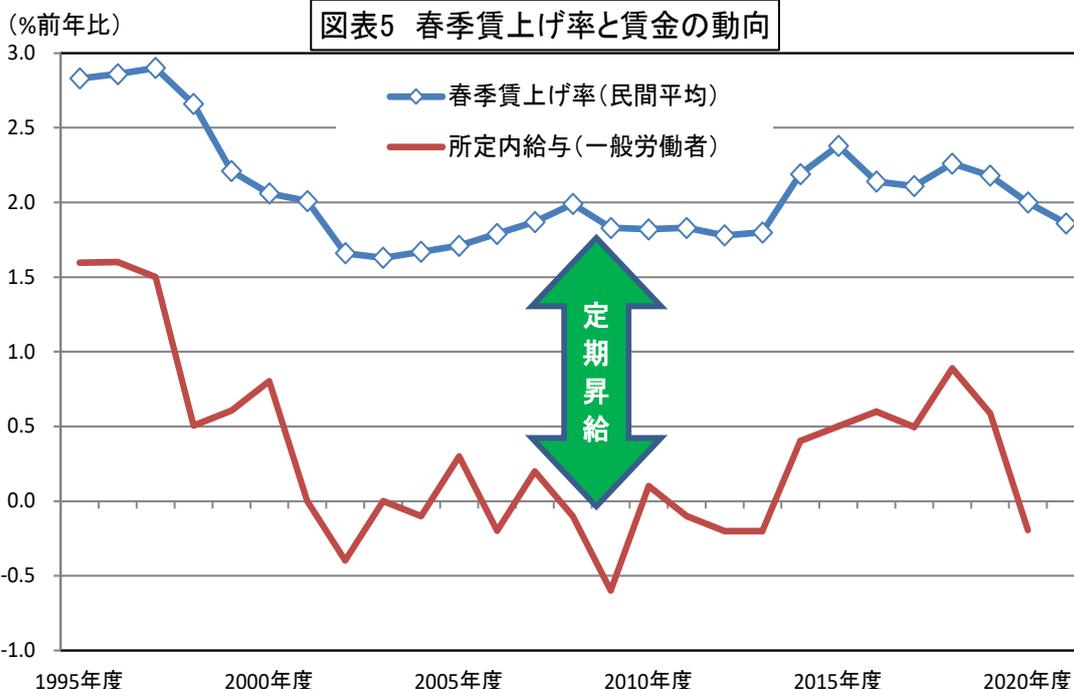
## 経済見通し：年度

既に日本のコロナワクチン接種率は主要7ヶ国(G7)の中で

**下期には本格的な  
景気回復に向けた  
動きも**

は最も高く、マスク着用や咳エチケットなどの基礎的な感染防止策も自主的に続けられていることもあり、新規感染者数や重症者数が激減するなど、収束の動きが続いている。徐々に、飲食・宿泊・娯楽などサービス消費が持ち直しつつあるが、政府は年明け以降のGoToキャンペーン事業の再開を検討するなど、需要喚起策を復活させる意向である。政府の経済対策には医療供給体制の強化や3回目のワクチン接種とともに、「ワクチン・検査パッケージ制度」を創設し、社会経済活動との両立を目指す考えが反映されており、緊急事態宣言などの行動制限が再発出されるような事態にならないければ、コロナ禍からの持ち直しは本格化するものと思われる。

とはいえ、新型コロナの感染再拡大リスクには引き続き警戒が必要であろう。ワクチン接種が先行した欧米諸国では感染症が流行しやすいとされる冬季を控え、感染急拡大する国が増えており、再び行動規制に踏み切る動きも散見される。専門家はワクチン効果が弱まっていることも一因であるとしている。人流が活発化する年末年始にかけて、ワクチン接種による感染・重症化予防効果が低下すれば、感染「第6波」に襲われる可能性は否定できない。（詳細は後掲レポート「2021～22年度改訂経済見通し」を参照）。

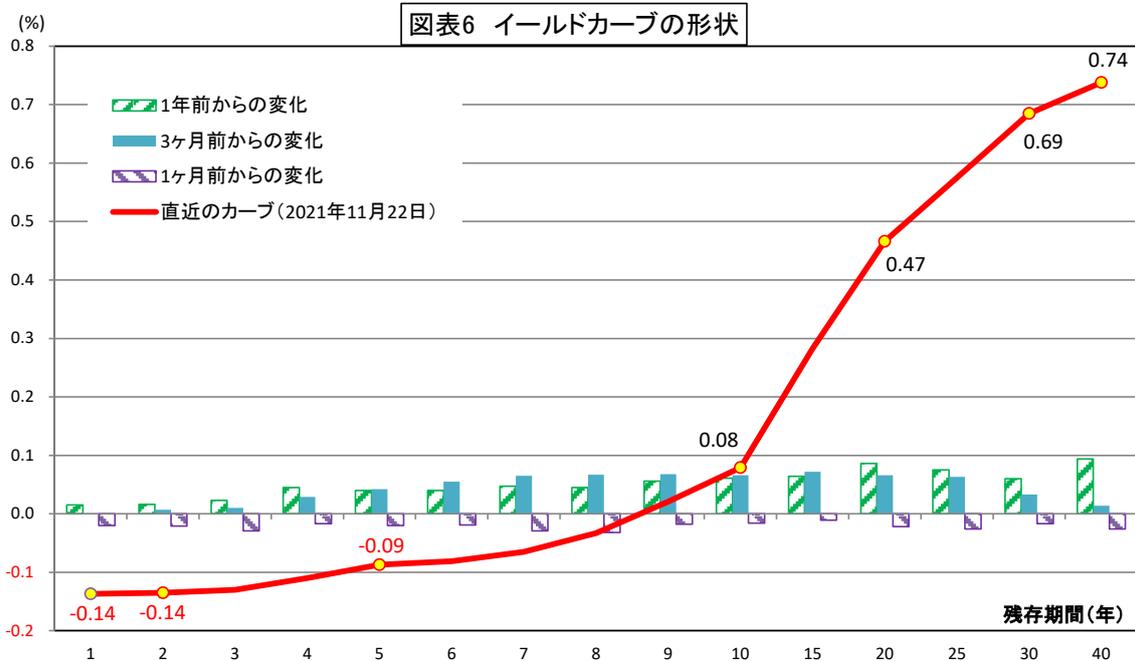


(資料)厚生労働省

**物価見通し：徐々に高まるが、2%達成は見通せず**

また、物価の先行きについては、エネルギー高に伴って上昇率がじわじわと高まると予想されるが、GoTo トラベルキャンペーンの再開で宿泊料が再び押下げ要因となる可能性もあり、21年度下期は小幅プラス圏にとどまるだろう。携帯電話通信料については、持続的な低下傾向をたどっているため、22年度入り後に押下げ効果が一気に剥落することはない。また、欧米諸国のようにペントアップ需要が一気に顕在化してインフレが加速するような事態も想定しがたい。政府主導の賃上げについても22年春闘で対応する動きは弱いと思われ、持続的な値上げは消費者に受け入れられない状況は残るだろう。依然として2%の物価目標の達成を見通せる状況にない。

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**

10月27～28日に開催された日本銀行・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」を粘り強く実施するとともに、コロナ対策の継続を決定した。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。

また、同時に公表された展望レポートでは、21年度について

## 金融市場：現状・見通し・注目点

### 金利上昇は一服

### 長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

は経済・物価見通しとも下方修正された（22年度の経済見通しは若干上方修正）。なお、23年度の物価見通しは1.0%に据えられるなど、目標とする2%が見通せないことが改めて確認された。黒田総裁は仮に物価上昇率が1%になっても金融緩和を緩めたり、撤回したりすることは考えていないと述べており、23年4月までの任期中は政策正常化に動く可能性は小さいと思われる。

総選挙後に本格稼働を開始した岸田内閣は過去最大規模の経済対策を取りまとめたが、経済効果が疑問視される現金給付策などはほとんど評価されないこともあり、株価は上値の重い展開が続いている。一方、10月下旬に0.1%を上回るなど上昇傾向が強まっていた長期金利はその後の米国金利の上昇一服もあり、落ち着いた動きとなっている。

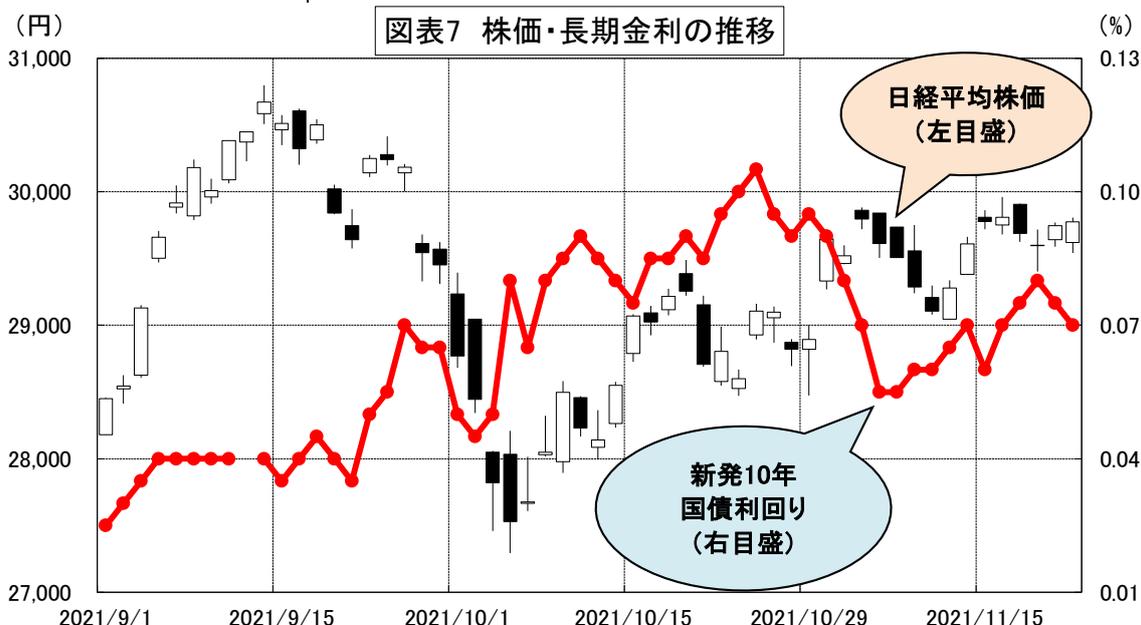
以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

#### ① 債券市場

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）にも上昇圧力が強まった。さらに、3月の金融政策決定会合で予定された政策点検におい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ことから、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月上旬には感染「第5波」で国内景気の足踏みが長期化すると観測も加わり、一時0%に低下する場面もあった。9月中旬以降はテーパリング（緩和規模縮小）開始が意識された米長期金利の上昇につられて緩やかに上昇したものの、テーパリング開始を決定した米連邦準備制度が早期利上げに慎重な姿勢を示すと、上昇圧力は緩和した。

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。



## 大規模な財政政策策定に株価は反応薄

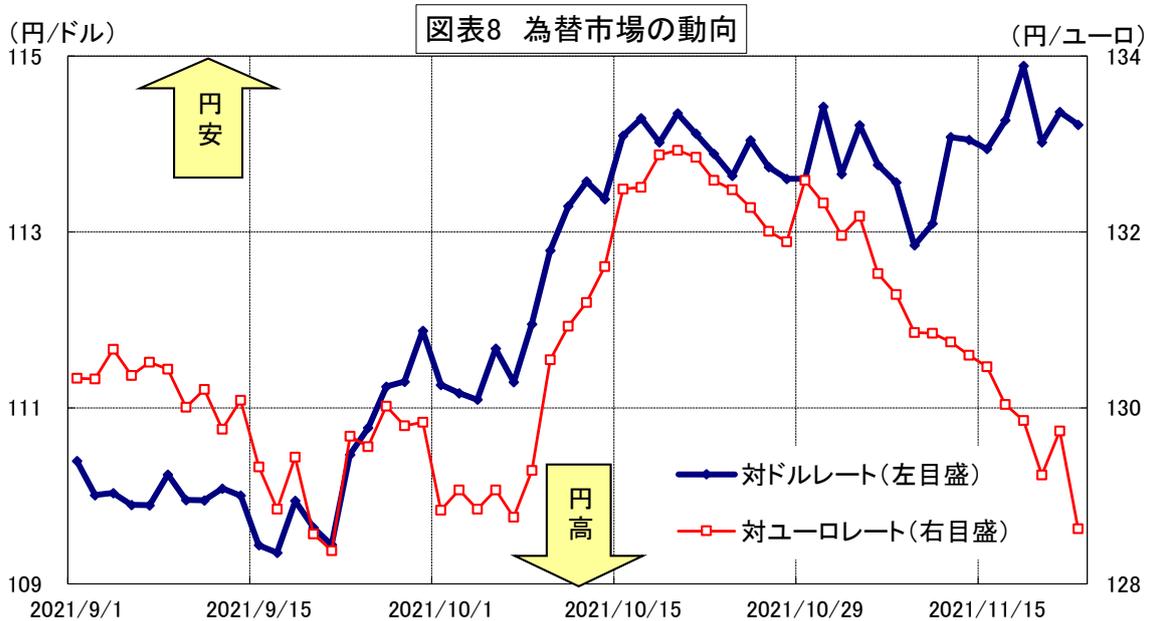
### ② 株式市場

米国バイデン政権による大規模経済対策への期待感から、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、ワクチン接種の進展に伴って経済活動の正常化期待が高まるにつれて、内外の金利先高観が強まったほか、国内でのコロナ感染再拡大やワクチン接種の出遅れによる景気停滞、さらにはこれまでの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」による国内景気の出遅れ継続、さらには菅首相の支持率低下によって政局リスクも加わり、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割以上の値上がりとなった。9月下旬にかけては、海外要因に加え、新たに発足した岸田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落したものの、10月中旬以降は持ち直しに転じ

た。10月末の総選挙では自公両党が善戦したが、追加経済対策の中身への失望もあってか、過去最大規模となった割に株価はほとんど反応せず、30,000円を目前に上値の重い展開が続いている。

先行きは、引き続き米国金融政策の正常化（インフレ動向と利上げ時期）を巡る思惑に影響を受けやすいと思われるが、過剰流動性の回収開始までには相当の時間を要するほか、基本的にグローバル・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。そのため、内外経済の持ち直し基調は継続すると見込まれ、株価はいずれ底堅く推移していくと予想する。



(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114円前後でもみ合い

#### ③ 外国為替市場

21年初に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スタンスによ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一旦はドル高が修正されたが、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。9月中旬以降は、米長期金利の動向を横目に見ながら114円前後で推移したが、バイデン米大統領がパウエルFRB議長を再任する方針を発表し

## 対ユーロレートは 円高進行

た直後に米国の早期利上げが意識され、一時 115 円台と 4 年 8 ヶ月ぶりの円安水準となった。

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。

一方、対ユーロレートは円高方向に向かった。欧州で新型コロナウイルスの感染再拡大が深刻化しており、都市封鎖に踏み切る国が散見されたことが嫌気されたとみられる。日銀、欧州中央銀行（ECB）ともに政策正常化には慎重姿勢であるが、コロナ感染状況などから目先はユーロ安気味の展開が予想される。

(21. 11. 23 現在)