

## 出遅れ挽回を図る国内景気

### ～オミクロン株と内外のインフレ動向に要警戒～

南 武志

#### 要旨

緊急事態宣言などが全て解除された10月以降、サービス消費は持ち直しの動きが本格化しつつあるほか、大幅減産を余儀なくされた自動車製造業も半導体不足や部品調達難が緩和されたため、生産水準が回復に向かい、輸出の増勢が再び強まった。そのため、10～12月期にはプラス成長に戻るとみられる。オミクロン株など変異ウイルスへの警戒は今後とも続くと思われるが、GoToキャンペーン再開や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年入り後も景気回復が継続すると思われる。

なお、世界的にインフレ率が目標水準を上回って推移するなど、高インフレが当初の想定より長期化すると認識を改めつつあり、主要中央銀行では資産買い入れの漸次縮小など、政策正常化に向かい始めた。日本でも今後、物価上昇圧力が高まるとの見方が強まっているが、黒田総裁は粘り強く大規模な緩和策を継続する方針を改めて示している。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

| 年／月<br>項目         |              | 2021年       | 2022年        |              |              |              |
|-------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   |              | 12月<br>(実績) | 3月<br>(予想)   | 6月<br>(予想)   | 9月<br>(予想)   | 12月<br>(予想)  |
| 無担保コールレート翌日物 (%)  |              | -0.028      | -0.10～0.00   | -0.10～0.00   | -0.10～0.00   | -0.10～0.00   |
| TIBORユーロ円(3M) (%) |              | -0.0490     | -0.10～0.00   | -0.10～0.00   | -0.10～0.00   | -0.10～0.00   |
| 国債利回り             | 20年債 (%)     | 0.445       | 0.35～0.65    | 0.35～0.65    | 0.35～0.65    | 0.35～0.65    |
|                   | 10年債 (%)     | 0.045       | 0.00～0.20    | 0.00～0.20    | 0.00～0.20    | 0.00～0.20    |
|                   | 5年債 (%)      | -0.100      | -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)   | 113.7       | 110～122      | 110～122      | 110～122      | 110～122      |
|                   | 対ユーロ (円/ユーロ) | 128.6       | 120～140      | 120～140      | 120～140      | 120～140      |
| 日経平均株価 (円)        |              | 28,545      | 29,500±3,000 | 30,500±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)

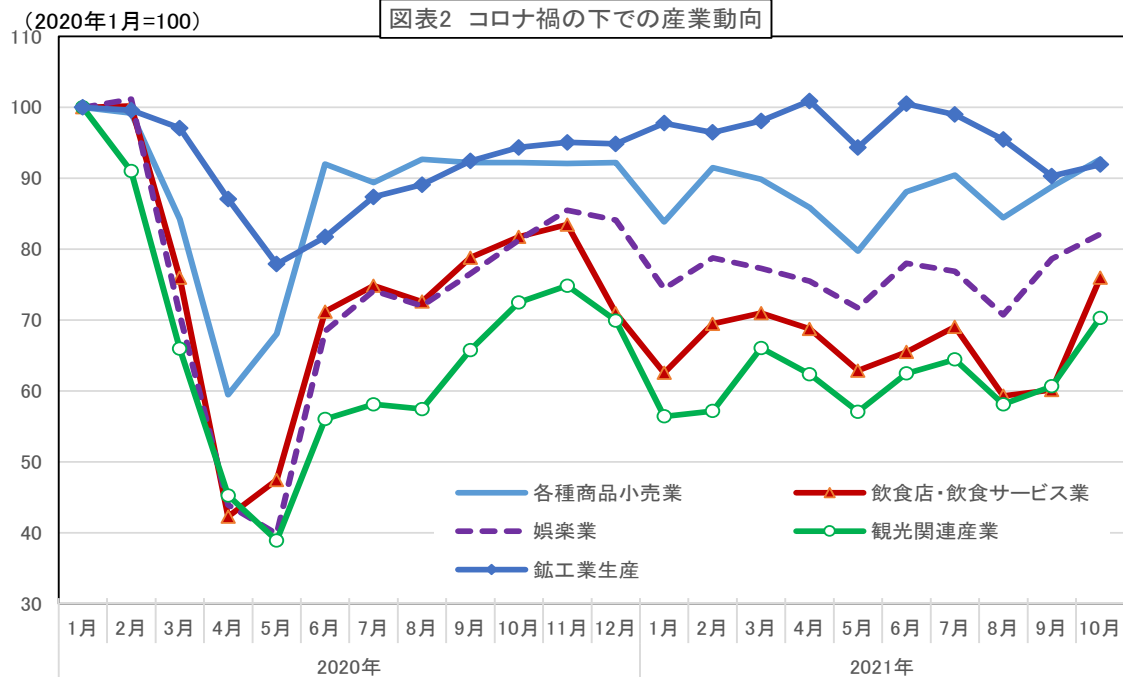
(注)実績は2021年12月17日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

#### コロナ禍からの持ち直しが遅れた日本経済

ワクチン接種の進展に伴って欧米主要国では行動規制が緩和され、21年春以降、景気回復が本格化し始めた。一方、コロナ禍で傷んだ供給面の復旧がそれに追いつかなかったこともあり、インフレが加速してきた。これを受けて、米連邦準備制度(Fed)など主要中央銀行ではコロナ対応で大規模緩和を継続してきた金融政策を正常化させつつある。

一方、国内経済は20年夏に開始したGoToキャンペーンによって20年10～12月期にかけて成長率が一旦高まったものの、21年入り後はコロナ感染がなかなか収束しなかったばかりか、五輪・パラリンピック開催という制約もあり、「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常態化していたことから、景気の停滞が続いた。7～9月期のGDP第2次速報で実質成長率は前期比年率▲3.6%へ下方修正された結果、過去3四半期の平均成長率が年率▲1.5%となるなど、景気出遅れは鮮明となっている。



(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。

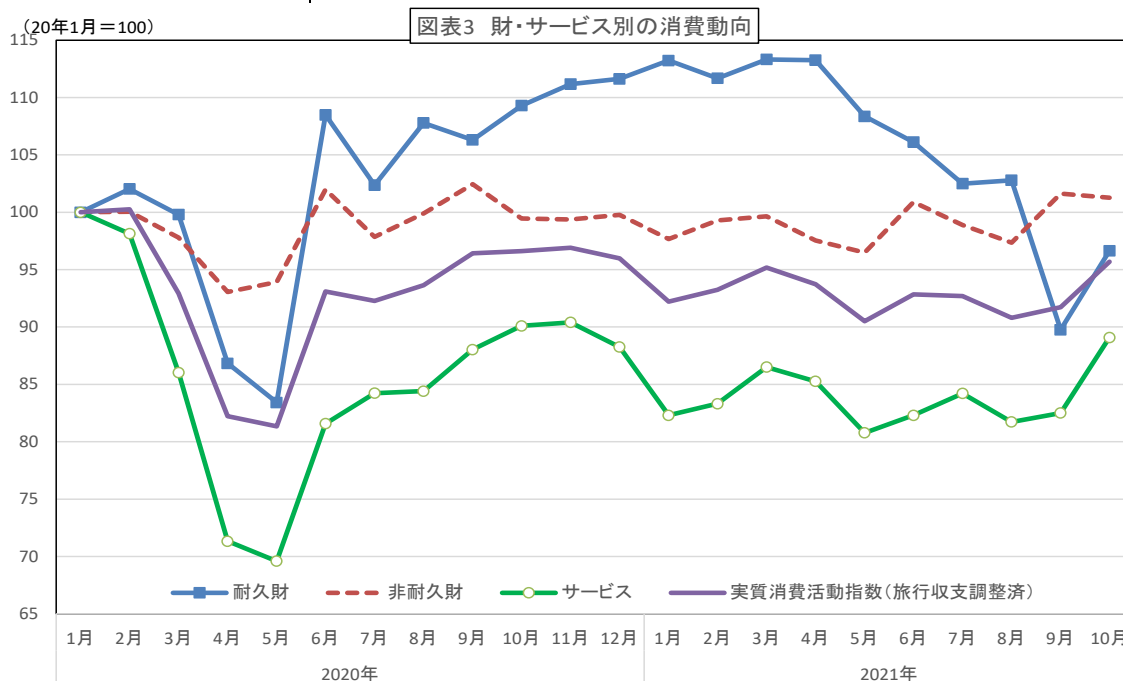
### 秋以降、国内景気は再び回復基調へ

一方、国内のコロナ感染が一気に収束したことで、9月末に行動制限措置が全て解除されたこともあり、経済活動の再開への期待から、企業（特に非製造業）・家計のマインドが好転している。日銀短観12月調査によると、代表的な大企業・製造業の業況判断DIは前回と変わらずであったが、同・非製造業では改善が進んだ（9月調査：2→12月調査：9）。また、11月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI（方向性）は56.3と、前月から+0.8ポイントと3ヶ月連続の上昇で、判断基準となる50を2ヶ月連続で上回った。水準もアベノミクスによって景気回復期待が高まった13年11月に並んだ。さらに企業動向関連DIのうち、非製造業についてはコロナ禍からの持ち直し局面での最高を更新した。

実際、10月以降は停滞が続いたサービス消費などでの持ち直しが再開されている。10月の第3次産業活動指数は前月比1.5%と2ヶ月連続の上昇、このうち生活娯楽関連サービスは

同 10.3%で、指数全体の伸びを 0.85 ポイント押し上げた（より詳細にみると、宿泊が同 41.2%、飲食店・飲食サービス業が同 26.3%と、いずれも大幅上昇であり、しかも GoTo キャンペーンが実施されていた 20 年 11 月以来の水準まで戻っている）。

また、消費関連指標にも改善がみられた。10 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 4.3%と 2 ヶ月連続の上昇で、21 年入り後で最も高水準となった。サービスに加え、自動車が含まれる耐久財も回復がみられた。



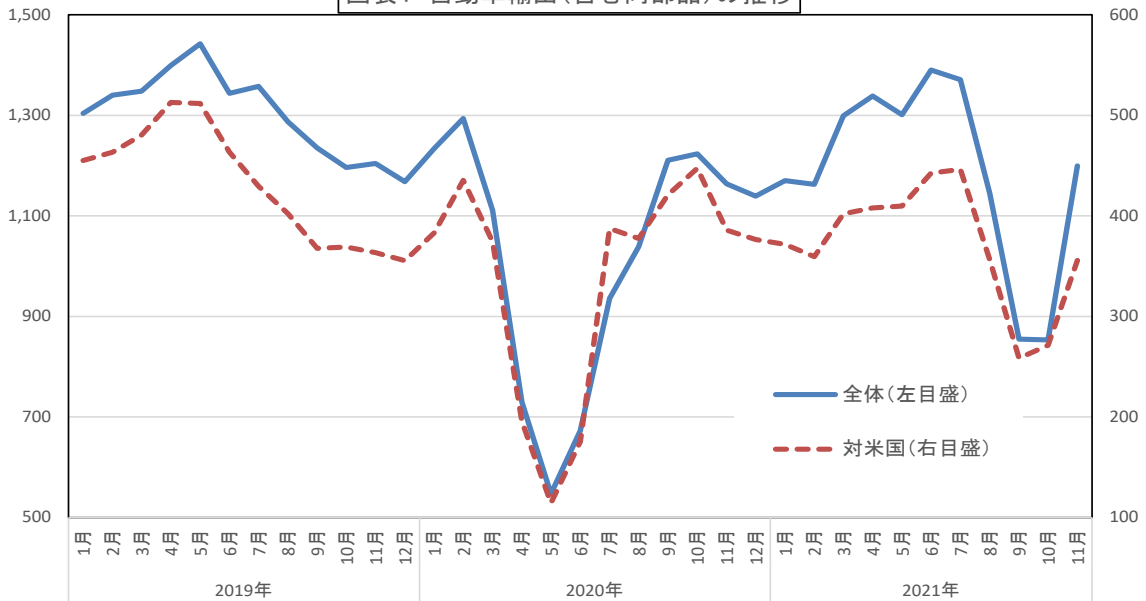
(資料)日本銀行「消費活動指数」

## 自動車生産も持ち直しへ

また、11月の貿易統計によれば、輸出額は前年比 20.5%と、再び増加幅が拡大した。大規模な部品調達難が生じた影響で大幅減産を余儀なくされた自動車生産が回復に向かっていることが主因として挙げられる。9、10月の自動車輸出は前年比 4割前後の減少だったが、11月は小幅ながらもプラスに転じた。こうした動きは、実質輸出指数が前月比 9.5%と 4ヶ月ぶり、かつ大幅な上昇となったことから確認できる。

また、11月の製造工業生産予測指数でも自動車など輸送機械工業では大幅増（前月比 35.8%）が見込まれており、21年半ばにかけて停滞した輸出・生産を再び押し上げることが期待されるが、半導体不足や東南アジアからの部品調達難は完全に解消したわけではないようで、生産ラインの復旧や挽回生産は 22年入り後にずれ込む可能性が高い。

図表4 自動車輸出(含む同部品)の推移



(資料)財務省データより農林中金総合研究所作成 (注)当総研による季節調整値。単位は百万円。

**経済見通し：オミ  
クロン株への警戒  
など視界不良なが  
らも、景気回復は  
継続**

21 年末にかけて国内の新規感染者数や重症者は抑制された状態が保たれており、消費持ち直しは徐々に本格化しつつある。また、東南アジア諸国でのコロナ感染急拡大に伴って発生した供給面の混乱も解消に向かっており、輸出、企業設備投資なども増加が見込まれることから、足元 10～12 月期は再びプラス成長に転じるだろう。

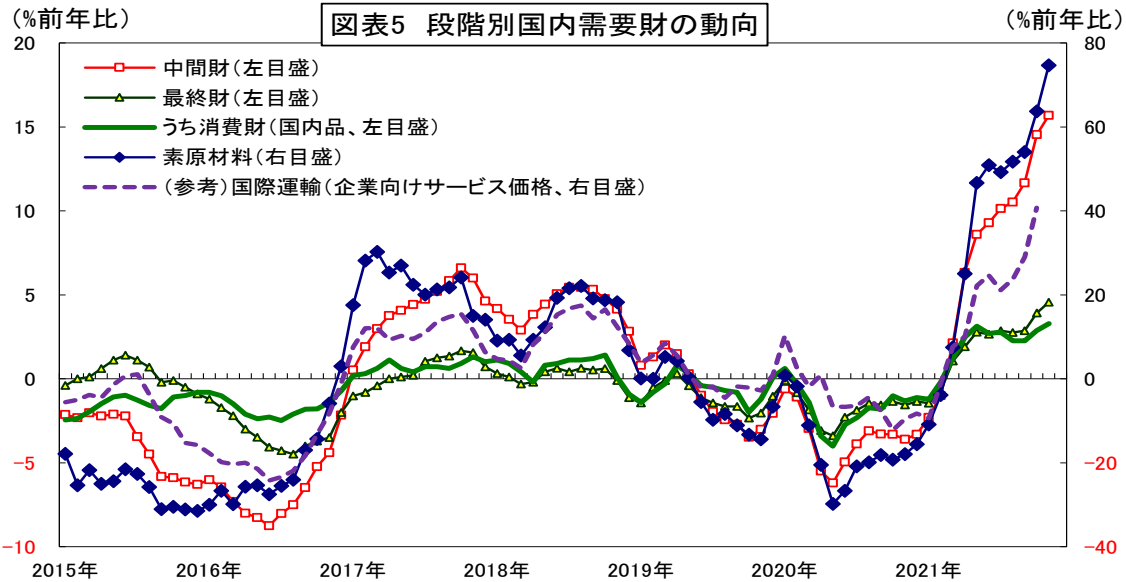
22 年入り後の経済動向は、警戒が高まっているオミクロン株の感染状況やそれに対する政府・国民などの反応にも左右されるが、基本的には GoTo キャンペーンの再開などで、サービス消費の回復が本格化することが見込まれる。大規模なコロナ対策を盛り込んだ財政政策も下支えするだろう。その結果、21 年度は 2.4% 成長、22 年度は 3.0% と予想するが、既に始まっている欧米主要国での金融政策の正常化のペースが早まれば、新興国経済の成長抑制や資金流出などにつながりかねないほか、世界貿易の改善ペースも緩慢なものにとどまる可能性がある(詳細は後掲レポート「2021～22 年度改訂経済見通し(2 次 QE 後の改訂)」を参照)。

**輸入インフレの波  
及**

一方、物価を取り巻く環境にも変化がみられる。欧米主要国で見られる「需要の急回復に供給体制の再整備が追い付かない」ことによる物価上昇圧力は相変わらず乏しいものの、国内にも輸入インフレが波及しつつある。11 月の輸入物価(企業物価指数ベース)は前年比 44.3% (円ベース) と約 41 年ぶりの

高い伸びとなった。契約通貨ベースでは同 35.7%の上昇であることから、上昇分の 2 割程度は円安の影響と推察される。また、足元では反落したとはいえ、12 月上旬にかけてバルチック海運指数が急騰したこともあり、国際貨物運輸も上昇圧力を高めている（10 月は同 40.7%、企業向けサービス価格指数ベース）。こうした状況の下、国内企業物価も同 9.0%、そのうち消費財についても同 5.0%と、いずれも 41 年ぶりの上昇率となった。

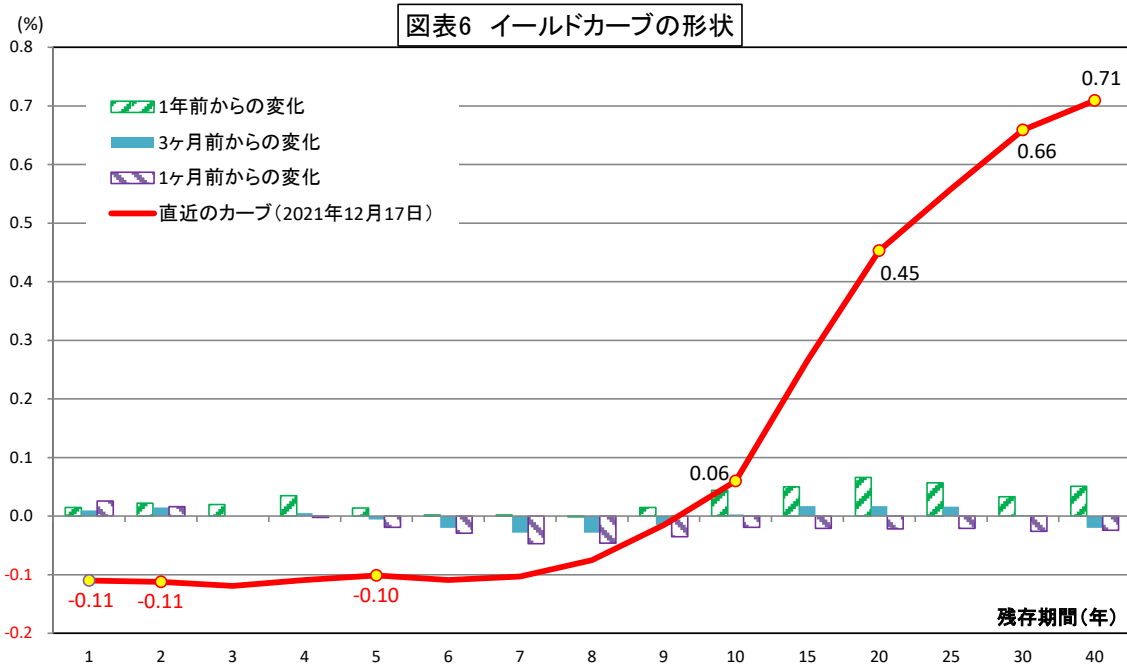
消費者物価への波及も始まっている。11 月の東京都区部消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コア）は前年比 0.3%と依然としてゼロ近傍にとどまっているが、携帯電話通信料の大幅引き下げ（同▲53.6%、寄与度：▲1.13 ポイント）による影響が大きく、財に限れば同 2.2%へ加速した（10 月は同 1.2%）。



(資料)日本銀行

**物価見通し：徐々に高まるが、安定的な 2% 達成はまだ遠い**

物価の先行きについては、これまでのエネルギー高の影響がしばらく残るほか、携帯電話通信料による物価押下げ効果が 22 年 4 月以降は徐々に剥落するため、22 年度入り後には上昇率が大きく高まる可能性がある。とはいえ、日本人の習性からみて、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は想定しがたい。さらに、22 年春闘を前に、投入コスト高騰による収益圧迫懸念は強まっており、岸田首相が期待する「3%の賃上げ」実現の可能性は乏しく、消費者の値上げへの抵抗感も根強い。一時的に物価上昇率が高まる場面は想定されるが、安定的に 2%の物価目標の達成を見通せる状況にはない。



(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**

12月16～17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一方、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムを22年4月以降に一部縮小することを決定した。具体的には、①新型コロナ対応金融支援特別オペについて、大企業向けや住宅ローンを中心とする民間債務担保分は22年3月末で終了する一方、中小企業等向けのプロパー融資分は22年9月まで期限を延長、②CP・社債等の買入れについても増額措置（残高上限：合計で約20兆円）は22年3月末で終了し、コロナ前の買入れ残高（CP等：約2兆円、社債等：約3兆円）へ徐々に引き下げる、というものである。インフレ加速に直面する主要中央銀行でもコロナ対応で実施してきた大規模緩和策の縮小方針が決定されたが、それに平仄を合わせた格好といえる。

とはいえ、欧米諸国でのインフレが物価目標を上回っているのに対し、日本では依然として物価目標を下回っており、しかもそれを安定的に達成することが見通せないのが現状である。コロナ対応を縮小したとしても、本来の「政策正常化」を進められる状況にはない。黒田総裁も、日本の物価上昇率は2%にはまだ相当遠く、現在の大幅な金融緩和を粘り強く続けていくことはわが国の経済・物価にとって必要なことであるとの認識を示している。

## 金融市場：現状・見通し・注目点

### 長期金利は再びゼロ近傍へ

### 長期金利は引き続き小幅プラス圏での推移

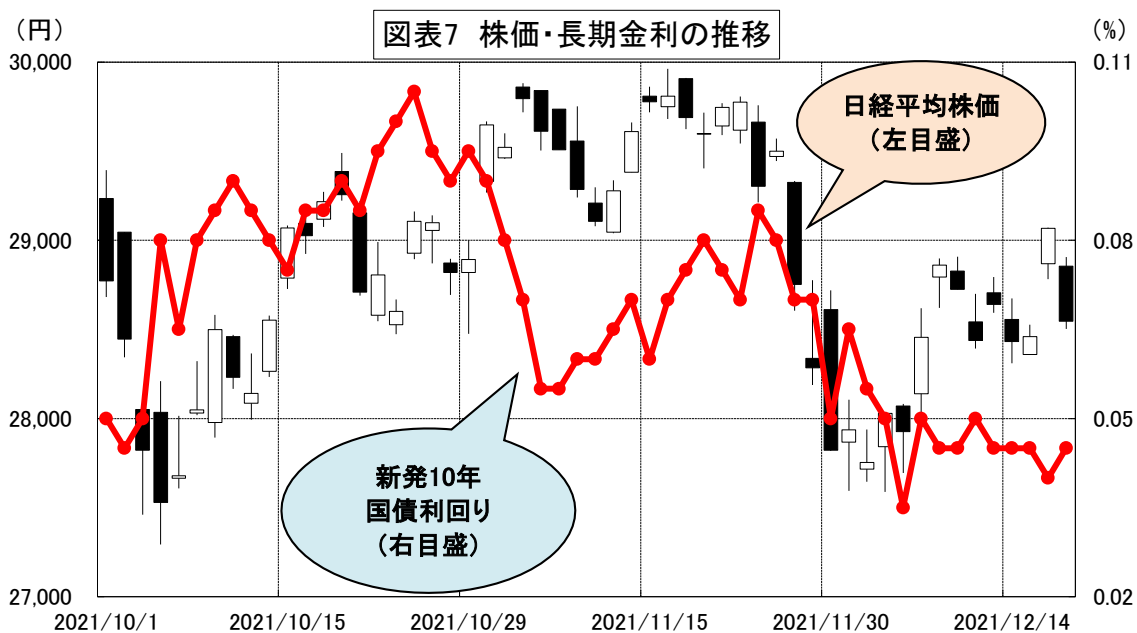
11月下旬以降、世界的に新型コロナウイルスの感染拡大が続く中、新たな変異ウイルス・オミクロン株への警戒が高まる半面、米国金融政策の正常化ペースの加速も意識されるなど、材料は多かったものの、マーケットは小動きに終始した。12月にかけて株価は上値の重い展開が続いたほか、長期金利はじり安での展開であった。為替レートも概ね横ばい圏での推移であった。

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。

#### 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の観測も加わり、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。12月にかけては0.04~0.05%を中心レンジとするボックス圏での展開に終始した。

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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

## 株価は底堅く推移へ

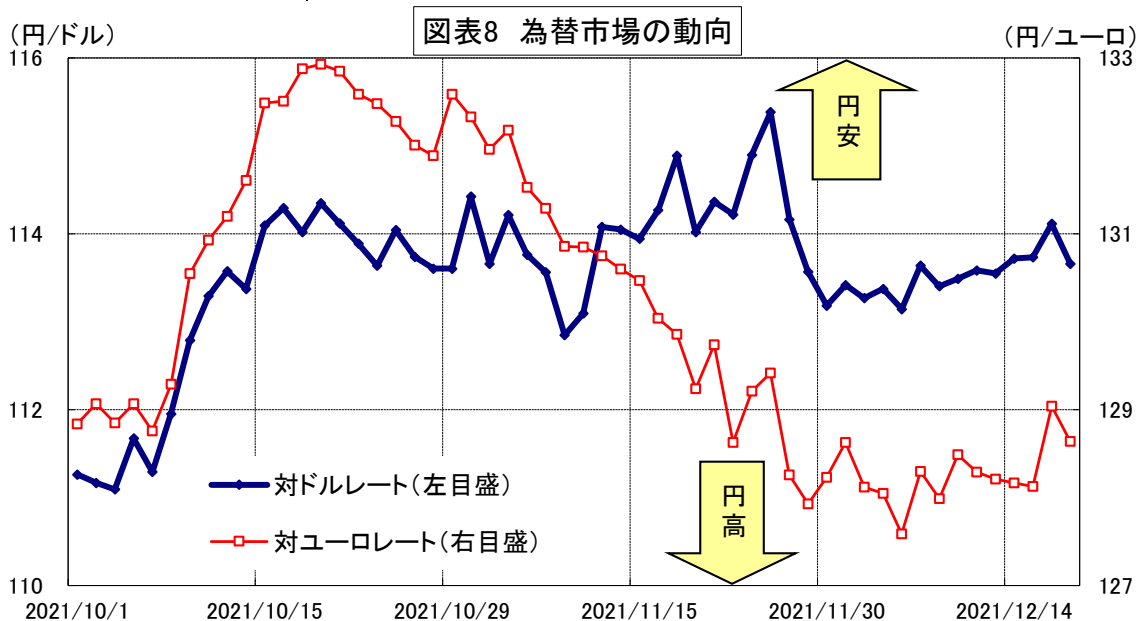
### ② 株式市場

21年夏場にかけて、インフレが加速し始めた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日に日経平均株価は一時27,000円を割り込み、年初来安値を更新した。しかし、菅首相が退陣表明をした後、新内閣の経済政策への期待感からバブル崩壊後の最高値を更新(30,795円)するなど、日経平均株価は値動きが激しい展開となった。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つてか、過去最大規模となった割に株価はほとんど反応しなかった。その後も、オミクロン株への警戒や12月第3週に相次いで開催された主要国中央銀行の金融政策会合を前に様子見姿勢が強まり、動意に乏しい展開が続いた。

先行きは、引き続き、米国のインフレ動向や利上げ開始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(QT)開始までには相当の時間を要するほか、主要国で散見される供給面の混乱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。ただし、急ピッチでの



金融政策正常化は新興国経済への負担（ドル高による資本流出や債務膨張）も大きい点にも留意する必要があるだろう。



(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  
113円台でもみ合  
い**

**ユーロ安が一服**

### ③ 外国為替市場

21年は1ドル=102円台でスタートしたドル円レートであったが、年内は基本的に円安基調での推移となった。背景には、米国の大規模な財政政策によって景気回復や金利上昇観測が高まったこと、さらに米国内でのインフレ昂進によって金融政策の正常化への思惑が高まったことが挙げられる。10月中旬以降、米国長期金利の動向を横目に見ながらドル円レートは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。その後、オミクロン株流行への警戒からリスクオフに転じ、一旦、円高方向に戻ったが、12月にかけては113円台でもみ合いつつも、緩やかに円安気味の推移となった。

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、引き続き円安ドル高気味の展開になりやすいと思われる。

一方、10月中旬以降、対ユーロレートは円高方向に向かったが、12月入り後は概ね1ユーロ=128円前後での展開が続いた。欧州では新型コロナの感染再拡大が続いているが、インフレ上昇に直面する欧州中央銀行（ECB）はコロナ対応で実施してき

た資産買入れ（PEPP）を 22 年 3 月で終了することを決定するなど、正常化に向けた準備を整えつつある。とはいえ、ラガルド ECB 総裁は 22 年内の利上げはあり得ないとの認識を示したほか、PEPP 終了後も従来からの資産購入プログラム（APP、原則として月 200 億ユーロ（22 年 4～9 月は移行措置に伴い増額））は残ることから、日銀と同様、「マイナス金利+量的緩和」の枠組みはしばらく継続されるとみられる。そのため、金融政策という観点からは対ユーロレートには明確な方向性は出にくいものと思われる。

(21. 12. 19 現在)