

## 情勢判断

### 国内経済金融

## コロナ感染「第7波」で正念場を迎えたウィズコロナ移行

### ～物価高や世界経済減速で景気回復ペースは加速せず～

南 武志

#### 要旨

高インフレに直面する海外の主要中央銀行が物価の沈静化を最優先に利上げに本腰を入れていることもあり、今後、世界経済が減速する可能性が高まっている。国内に目を転じると、6月下旬以降、新型コロナ感染が再び急拡大する中、政府はウィズコロナへの移行を進めようとしている半面、消費者や企業では物価高への懸念が高まっており、3年ぶりに行動制限のない夏休みに期待されたりベンジ消費に水を差す可能性がある。22年後半の景気回復ペースは緩慢なものに留まるだろう。

なお、足元の消費者物価は3ヶ月連続で2%台の上昇率となったが、日本銀行は国際商品市況の高騰に起因するもので、安定的な物価上昇ではないと判断、今後とも粘り強く大規模緩和を継続する方針を改めて示した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月 項目	2022年			2023年		
	7月 (実績)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)	6月 (予想)	
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.010	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.10	
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0220	-0.05~0.05	-0.05~0.05	-0.05~0.10	-0.05~0.15	
国債利回り	20年債 (%)	0.850	0.75~1.10	0.80~1.15	0.80~1.15	0.80~1.20
	10年債 (%)	0.200	0.05~0.27	0.05~0.27	0.05~0.30	0.10~0.35
	5年債 (%)	-0.005	-0.05~0.10	-0.05~0.10	-0.05~0.12	0.00~0.20
為替レート	対ドル (円/ドル)	136.4	130~145	130~145	130~145	125~140
	対ユーロ (円/ユーロ)	139.0	130~150	130~150	130~150	125~145
日経平均株価 (円)	27,699	27,000±3,000	27,000±3,000	27,000±3,000	27,750±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2022年7月25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。

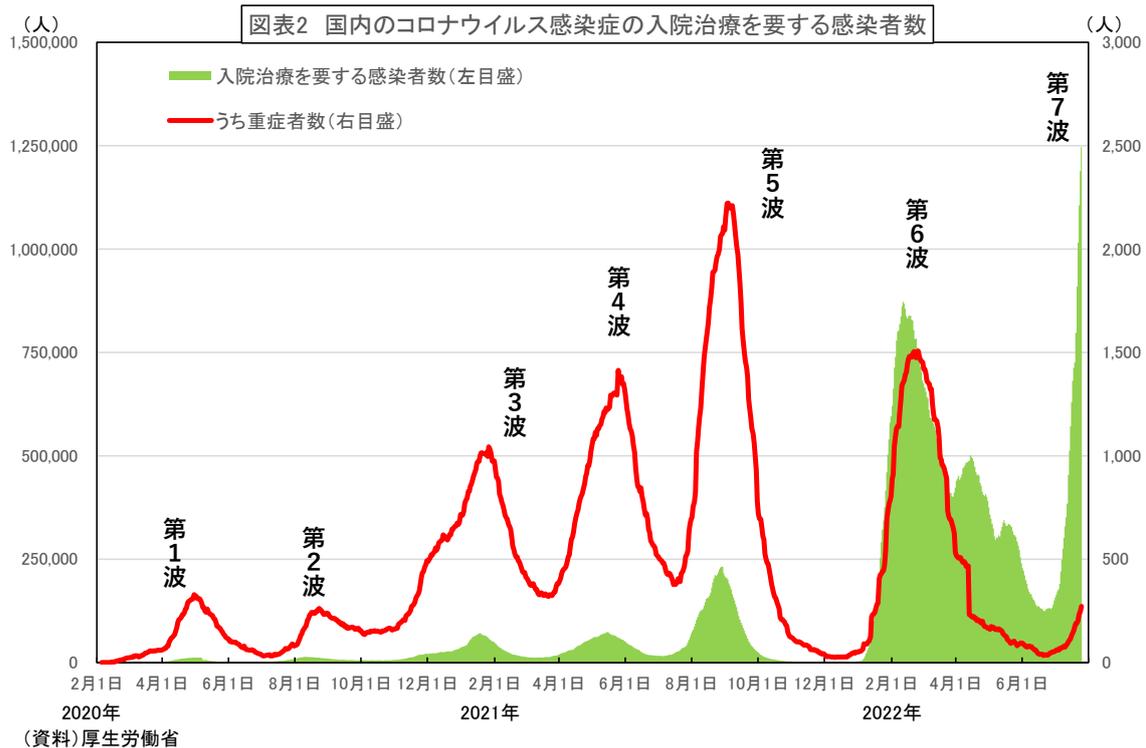
#### ウィズコロナを進める中、コロナ感染「第7波」が襲来

2月上旬ごろをピークに新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は減少傾向を辿っていたことから、政府は3月下旬に「まん延防止等重点措置」を全て解除するなど、行動制限や水際措置を漸次緩和するなど、ウィズコロナへの移行を進めてきた。しかし、ワクチン接種の効果低下や免疫をすり抜ける性質を持つとされるオミクロン株亜種(BA.5)への置き換わりが進んだことで、6月下旬以降は新規感染者数が拡大に転じ、7月中旬には年初の「第6波」を上回る爆発的な勢いとなっている。

ただし、重症者・死者はまだ少なく、総じてコロナ病床の使用率も低いことから、政府は行動制限の導入には慎重であり、感染防止と経済社会活動を両立させる方針を示している。実

際、今回の「第7波」では学校・保育所、職場で感染し、家庭内で広がるケースが主流とされており、これまでのように飲食店利用やイベント開催などを制限することの費用対効果は小さいと評価されている。また、22日からは濃厚接触者の待機期間を原則5日間に短縮（従来は7日間）、さらに2日目と3日目の抗原検査が陰性であれば3日目に待機を解除できることとした（ただし、7日間は自身による健康状態の確認を要請）。

とはいえ、ウィズコロナへの移行は道半ばであり、「第7波」のピークアウトが見通せない中、消費者の自粛ムードが再び強まるリスクもある。また、医療供給体制の逼迫が危ぶまれる地域への行動制限措置の導入も否定できない。3年ぶりに行動制限のない夏休みを迎える中、7月前半からの開始を目指していた「全国旅行支援」は感染再拡大で延期となるなど、リベンジ消費の行方も左右しかねないことから、景気への悪影響を最小限に食い止める施策が求められる。

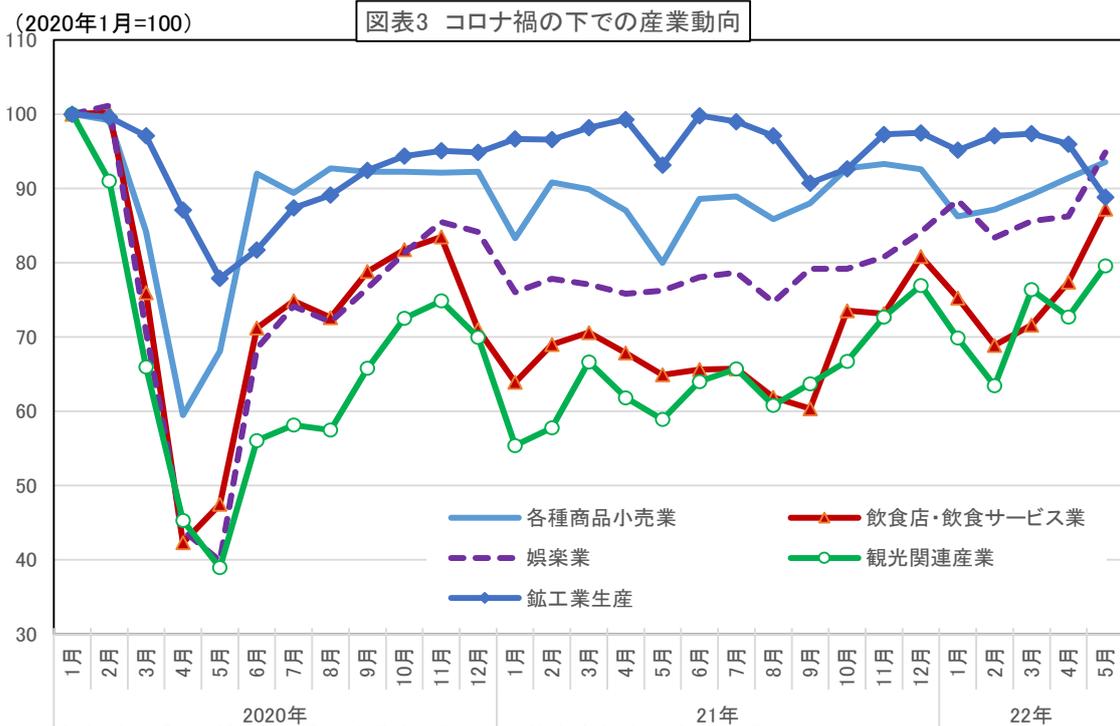


**製造業関連指標は鈍い一方で、非製造業の回復基調が強まる**

以下では足元の国内経済情勢について確認したい。国際商品市況の高騰や円安が大きく進行する中で公表された日銀短観（6月調査）によれば、長引く半導体不足に中国・上海市での都市封鎖が加わり、「供給の混乱」が一層強まったことから、製造業では景況感が悪化した（3期連続（大企業、「良い」超は

6期連続)。一方、行動制限が緩和・解除されたことでサービス消費などが持ち直したことから非製造業では景況感が改善した(2期ぶり(同、「良い」超は5期連続)。コロナ禍からの持ち直し局面の初期段階では業種による二極化(いわゆる「K字型回復」)が指摘されていたが、最近は製造業と非製造業が逆転した格好となっている。

実際、生産・輸出といった製造業関連の指標は鈍い。5月の鉱工業生産指数は前月比▲7.5%と2ヶ月連続の低下で、自動車の大幅減産などで大きく落ち込んだ21年9月の水準を割り込み、20年7月以来の低さとなった。6月の実質輸出指数(日本銀行試算)は前月比0.9%と2ヶ月連続の上昇ながらも、依然として21年度下期の水準を下回っており、頭打ち感が強い。一方、5月の第3次産業活動指数は前月比0.8%と3ヶ月連続で上昇、コロナ禍による落ち込みを87%取り戻した。



**消費の持ち直しが継続するが、物価高でマインド悪化**

国内需要を見ると、引き続きサービス消費の持ち直しが確認できる。5月の実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)は前月比0.7%と3ヶ月連続で上昇、このうち耐久財消費は同▲6.1%と振るわなかったが、サービス消費は同1.3%と3ヶ月連続で改善、コロナ・ショック以降では最高水準となった。

一方で、足元では物価高への警戒も強まり、消費マインドの悪化も散見されつつある。6月の消費動向調査によれば、消費者態度指数は32.1と、前月から▲2.0ポイントの低下（3ヶ月ぶり）で、コロナ感染「第3波」に見舞われた21年1月（29.8）以来の低さとなった。また、物価見通しを見ると、上昇を予想する割合は94.2%と高水準を維持、うち5%以上の上昇を見込む割合は60.9%と21年末（30.7%）のほぼ倍となっている。同様に、6月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の先行き判断DIが5ヶ月ぶりに悪化、かつ4ヶ月ぶりに判断基準の50割れとなるなど、物価高を警戒する意見が多く散見される。



(資料)内閣府「消費動向調査」、総務省統計局「消費者物価指数」より農林中金総合研究所作成。  
 (注)家計の予想物価上昇率は「物価の見通しの推移(2人以上世帯)」より試算。物価は消費税要因を除くベース。

**経済見通し：物価高や海外経済の減速を受けて、緩やかな回復ペースへ**

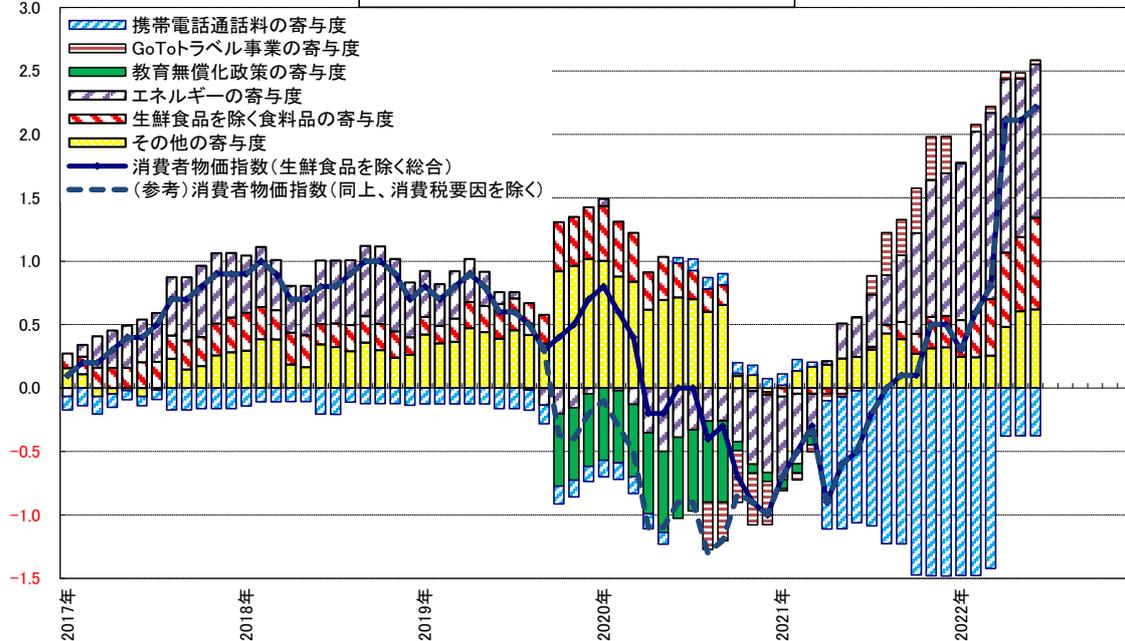
7月10日投開票の参議院議員選挙で連立与党が圧勝（改選議席125議席のうち76議席獲得）し、岸田内閣は大型国政選挙の予定がない「黄金の3年」を手中に収めた。参院選後の記者会見では、喫緊の課題として、新型コロナ対応、エネルギー・物価高対策を指摘するとともに、激変する国際情勢の中での外交・安全保障、日本経済の再生を目指した新しい資本主義の実現に向けた動きの本格化、全世代型社会保障の構築など、山積する課題に取り組んでいく方針を表明した。今秋召集予定の臨時国会に向けて第2次補正予算を編成する意向である。

さて、景気の先行きを展望すると、夏場にかけてリベンジ消

費の盛り上がり期待される半面、上述のように食料・エネルギー・日用品などの値上げ圧力が消費マインドに悪影響を及ぼしている点には留意が必要である。また、年後半にかけては中国政府が景気挺入れ策を強化する可能性がある半面、高インフレに直面する海外主要中銀が景気を犠牲にしても物価沈静化を目指して金融引き締めを本腰を入れており、世界経済の減速傾向が先行き強まる可能性が高い。8月中旬に公表される4～6月期GDPではプラス成長への転換が見込まれるものの、物価高や世界経済の減速の影響から、年後半の景気回復ペースは緩慢なものに留まるだろう。

(%前年比、ポイント)

図表5 最近の消費者物価上昇率の推移



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

**物価見通し：年度下期には少なくとも2%台後半まで上昇すると予想**

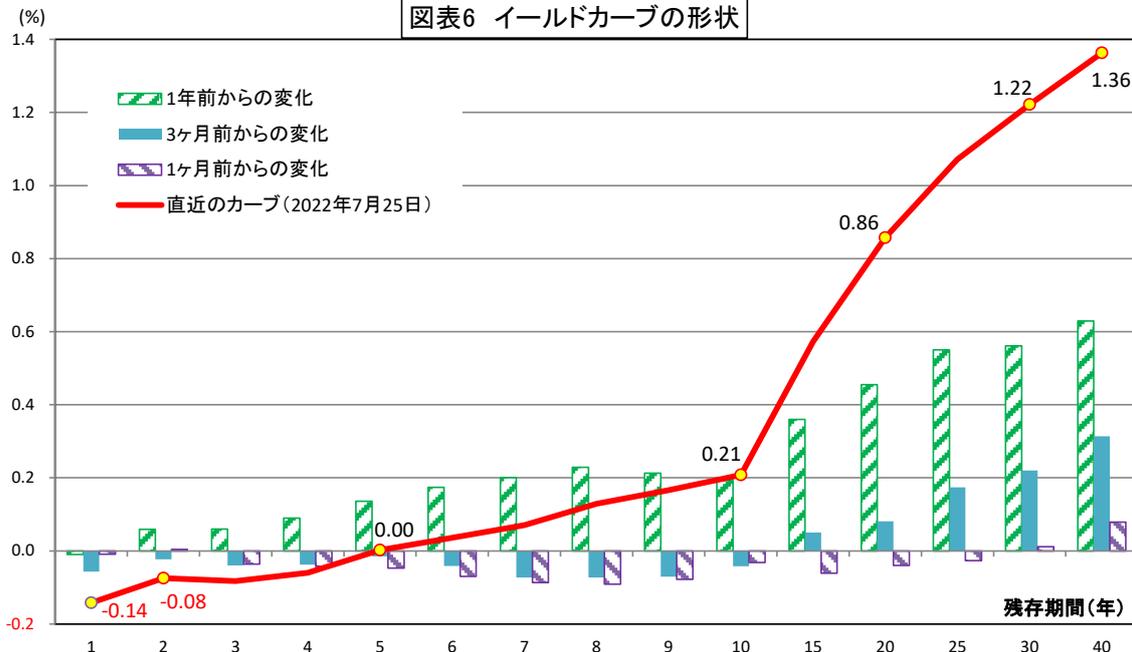
物価面を見ると、先月までと同様、国際商品市況の高騰と円安進行による輸入物価の上昇が国内に波及している。6月の国内企業物価は前年比9.2%（2ヶ月連続で鈍化）と、41年ぶりに高い上昇が続いていることが確認できた。6月の企業向けサービス価格も同2.0%と23年ぶりの高い伸びとなった。国際運輸の上昇などが背景にある。

また、6月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）は前年比2.2%と、5月（2.1%）から上昇率を高めた（2%台は3ヶ月連続）となった。ベース効果剥落やガソリンなどへの激変緩和措置によってエネルギーは鈍化したものの、高止まりしているほか、加工食品・外食といった食料、家具・日

用品などでも値上げが進んでいる。また、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」も同1.0%と、5月（0.8%）から加速、16年2月以来の上昇率となった。

先行きについては、電気・ガス代のもう一段の上昇、価格転嫁の進行、さらに10月までにあと0.4ポイントほど携帯電話通信料要因による押下げ効果が剥落することもあり、年度下期には少なくとも2%台後半まで上昇率を高めると思われる。ただし、年度末にかけてはベース効果の剥落や需要抑制効果が強まることから、再び鈍化し始める可能性もあるだろう。

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：大規模金融緩和を粘り強く継続する方針を再度確認**

約40年ぶりの高インフレに直面する海外の主要中央銀行がこぞって金融引き締めへ転換する中、7月20～21日に開催された金融政策決定会合では、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の継続を決定した。前回6月会合では、日銀の金融政策も海外中銀に倣って修正されるとの見方を強めた一部の海外投機筋が債券先物に大口の売り注文を出すなど、金融市場が大きく変動する場面もあったが、今回はそうした動きは見受けられなかった。足元の物価高はエネルギーなど海外要因で上昇しているだけで、安定的・持続的なものではなく、かつ購買力の目減りも起きていること等を理由に、大規模な金融緩和を粘り強く継続することの必要性を繰り返していたことが奏

功したとみられる。

なお、同時に公表された「展望レポート」では、22年度の成長率見通しを下方修正した半面、物価見通しは上方修正、2%台とした。しかし、23、24年度は再び2%割れとの見通しであり、明確に賃金上昇率が高まるまで粘り強く緩和措置を続ける方針を改めて示した。

## 金融市場：現状・見 通し・注目点

約40年ぶりの高インフレに直面している海外中銀による金融引締めが本格化しているが、それが景気減速もしくは景気後退につながるなどの思惑などが、内外の金融市場の材料となった。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。

## 長期金利は0.2% 台前半で推移

### ① 債券市場

海外中銀がインフレ鎮静化に向けて政策正常化を急いでいることもあり、国内長期金利（新発10年物国債利回り）にも経常的に上昇圧力がかかり続けている。6月には日銀の金融政策の修正観測が浮上し、一時0.265%を付ける場面もあったが、日銀は指値オペ・連続指値オペ、国債買入れオペの増額などを駆使、変動許容レンジの上限である0.25%を死守する方針を改めて表明するなど、大規模な緩和を継続する姿勢を示している。そうした経緯もあり、7月中は概ね0.2%台前半での推移が続いた。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)6/7の新発10年物国債は出合いなし。

## 長期金利は当面 0.2%台前半での 展開継続

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る。政策正常化の思惑が燻っており、時折、金利上昇圧力が高まる場面もあるだろうが、指値オペの連日実施や買入れオペの増額などによって0.25%を上回らないように操作するだろう。基本的に現状水準と同様の0.2%前半を中心レンジとした推移が続くと予想する。

## しばらくは上値の 重い展開

### ② 株式市場

22年を29,000円台でスタートした日経平均株価であったが、その後はコロナ感染「第6波」、米国の利上げ加速観測、さらにはロシアによるウクライナ軍事侵攻による原油など一次産品価格の急騰などを受けて下落基調となり、3月上旬には一時1年4ヶ月ぶりとなる24,000円台まで下落した。その後は円安進行が好感されて28,000円台を回復した場面もあったが、ゼロ・コロナ政策を推進する中国・上海市の都市封鎖による「供給の混乱」、海外中銀の利上げペース加速への警戒などから、5月中旬には26,000円割れとなるなど、足元に至るまで27,000±1,300円のレンジ内での展開が継続している。最近では、高いインフレそのものが米国経済の景気後退につながるのか等への関心も高まっている。

先行きも、欧米中銀による金融政策の引締め策が景気動向に与える影響が注目されるほか、国内の物価高によって消費回復のペースが鈍るかどうかも意識されるだろう。しばらくは上値の重い展開が続くと思われる。

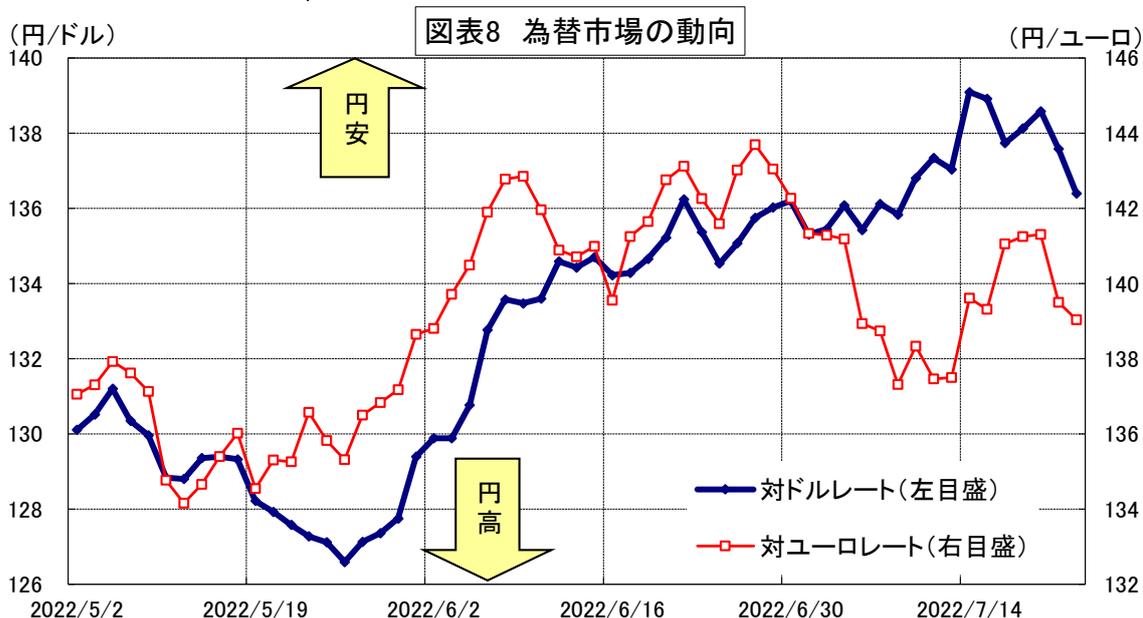
## 当面は円安状態が 継続

### ③ 外国為替市場

22年3月には米国の利上げが現実味を帯びたほか、ロシアのウクライナ軍事侵攻によって国際商品市況が一段高となったこと、さらに中国・上海市での都市封鎖によるグローバル・サプライチェーンの寸断で供給制約が一層意識され、世界的にインフレ圧力がさらに高まるとの予想が強まった。一方、日銀が粘り強く金融緩和を継続する姿勢を崩さなかったこともあり、内外金利差は今後拡大していくとの見方が強まり、円安ドル高が急速に進行した。4月下旬には20年ぶりの130円台となったが、その後も日米の金融政策の方向性の違いを材料に円安基調が継続、7月中旬には米国で想定を上回る1.00%の利上げを決定するとの観測が強まり、一時139円台前半となるなど、24年

ぶりの円安水準となっている。なお、直近は米景気後退懸念も浮上しており、秋以降の利上げペースが鈍化するとの見方から、136円前後と多少円高方向に戻している。

先行き、基本的に日米金利差が拡大していくとの見通しであるが、それ自体は既に現状の為替レートにかなりの程度織り込まれていると思われる。それゆえ、米国でインフレが沈静化せず、さらなる利上げが必要との思惑が強まらない限り、円安が一段と進む可能性は低いと思われる。なお、ウクライナ戦争の展開次第では不規則な動きが強まる場面もあるだろう。



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

### 対ユーロ高円安の可能性は小さい

対ユーロレートは、5月は概ね130円台半ばから後半にかけて推移した後、6月の欧州中央銀行 (ECB) の政策理事会で7月に0.25%の利上げをする方針を表明、さらに9月にも追加利上げする見通しが示されるなど、インフレ抑制のために金融政策の正常化に乗り出すことが現実味を帯びたことで、ユーロ高が進行、6月には144円台となるなど、7年ぶりの水準となった。その後、ロシアからの天然ガス供給への懸念が高まったことでユーロが売られ、7月中旬には20年ぶりとなるパリティ (1ユーロ=1ドル) 割れとなり、それにつられて一時136円台まで円高方向に戻ったが、7月のECB理事会で0.5%の大幅利上げを決定したことでユーロ高に転換、再び142円台まで円安となる場面もあった。

今後とも日欧金利差は拡大するとみられるものの、ユーロ圏

経済はウクライナ情勢の影響を受けやすく、かつエネルギー問題を抱えていることから、当面は現状水準でのみ合いが続くと思われる。

(22. 7. 25 現在)