



農林中金総合研究所

# 2020～21年度改訂経済見通し

## 前途多難なウィズ・コロナの内外経済

～日本経済見通し：2020年度：▲5.5%、21年度：+3.0%（ともに上方修正※）～

※20年9月時点の当総研見通し(20年度：▲6.5%、21年度+2.7%)との比較

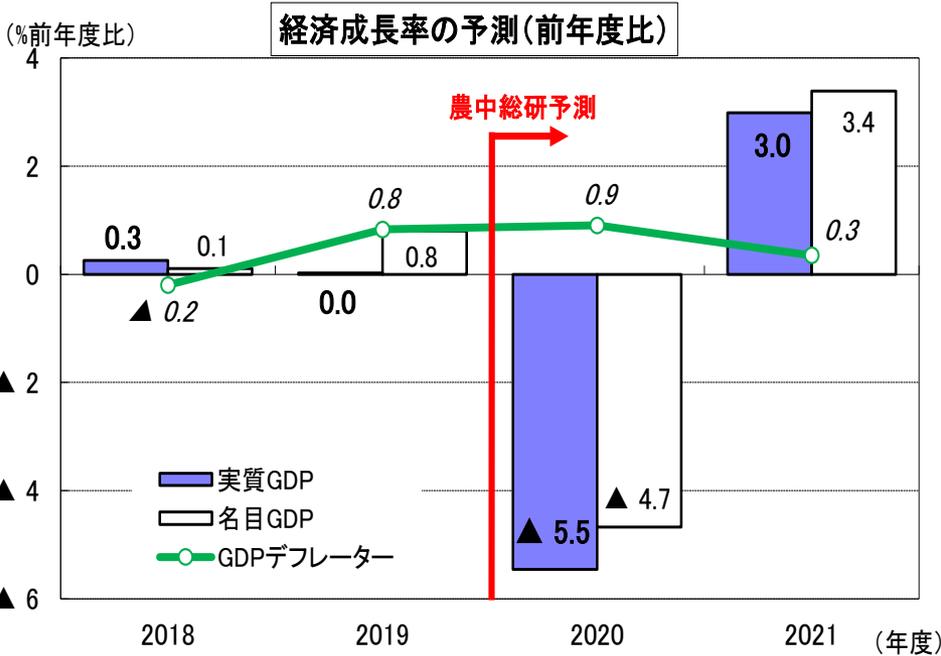
2020年11月19日

お問い合わせ先：(株)農林中金総合研究所  
調査第二部 マクロ経済班  
内容について：03-6362-7758  
その他(配送など)：03-6362-7757

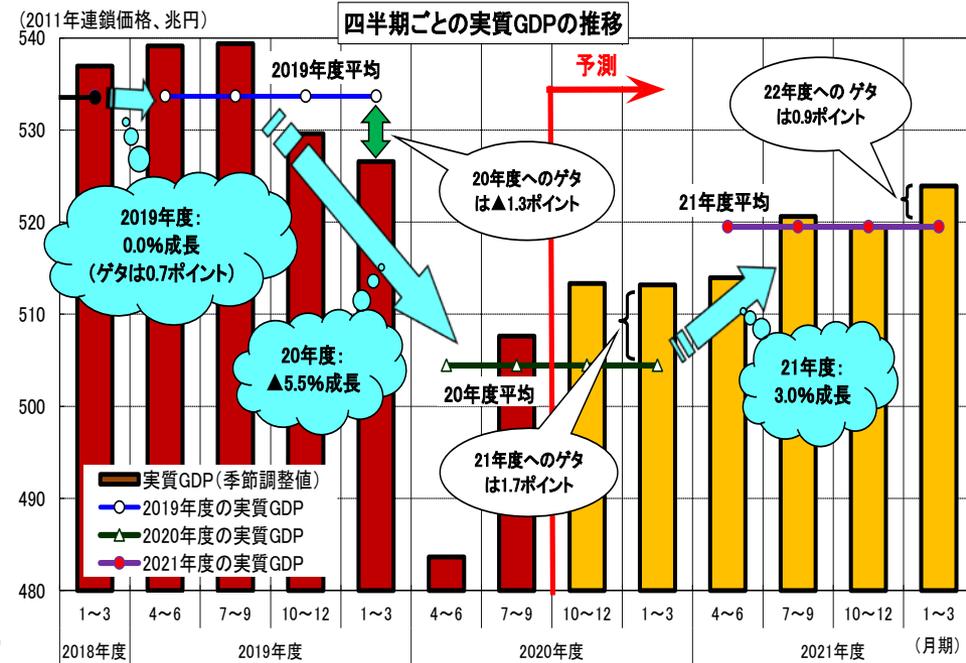
<https://www.nochuri.co.jp/>

# 《 サ マ リ ー 》

- 5月下旬までに緊急事態宣言が解除されるなど、内外の経済活動が再開されたことで、4～6月期に過去最大級の落ち込みとなった実質GDPは約50年ぶりの高成長を記録した。しかし、減少幅の半分強しか戻らないなど、大幅な需要不足状態となっている。
- 足元10～12月期はリバウンド過程が一旦終了するものの、GoToキャンペーンなどの需要喚起策や米国・中国経済などの持ち直しに牽引され、減速すれども、2四半期連続のプラス成長が見込まれる。ただし、しばらくは日本を含む主要国で新型コロナの感染が燃り続けるとの前提の下、21年央にかけて景気回復ペースは緩慢なものにとどまるだろう。さらに、慢性的な需要不足状態が継続することで、雇用や設備投資に対して調整色が強まる可能性もあるだろう。20年度の経済成長率は▲5.5%と、6年ぶりかつ戦後最大のマイナスと予想される。また、21年度は3.0%とプラスに転じるが、年度末でも直近ピーク水準（19年7～9月期）には3%ほど及ばない。
- 現在開発が進められているワクチンの接種が世界中で広がり、その有効性が確認できれば、サービス消費がコロナ前の水準に向けて戻っていくことが期待されるが、不透明性・不確実性は極めて高い。



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より農中総研作成・予測



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」より作成 (注)2020年7～9月期まで実績、それ以降は当総研予測

# 目次

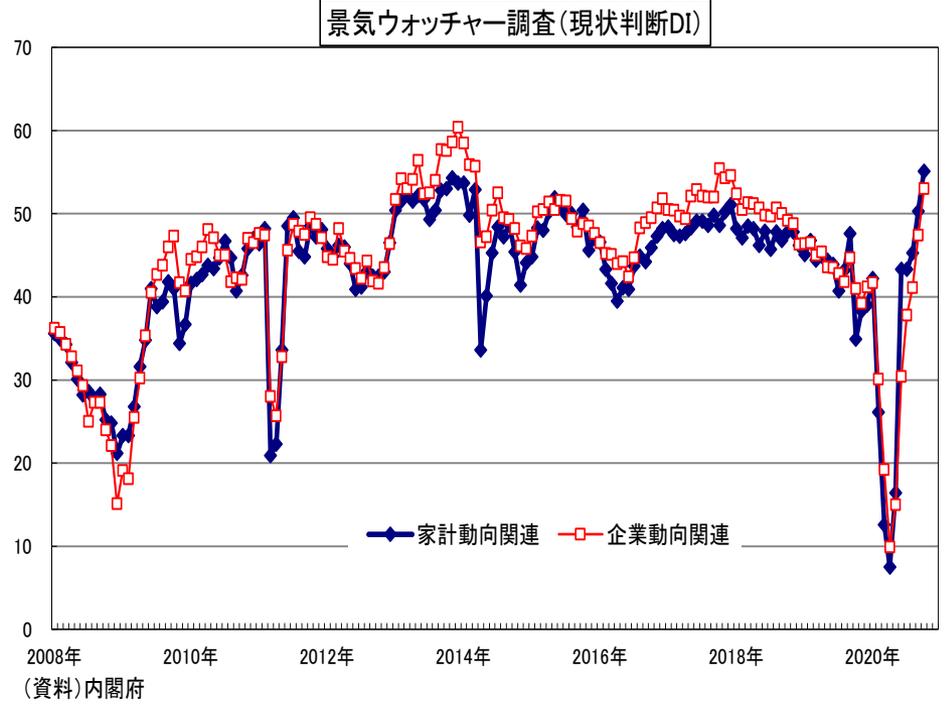
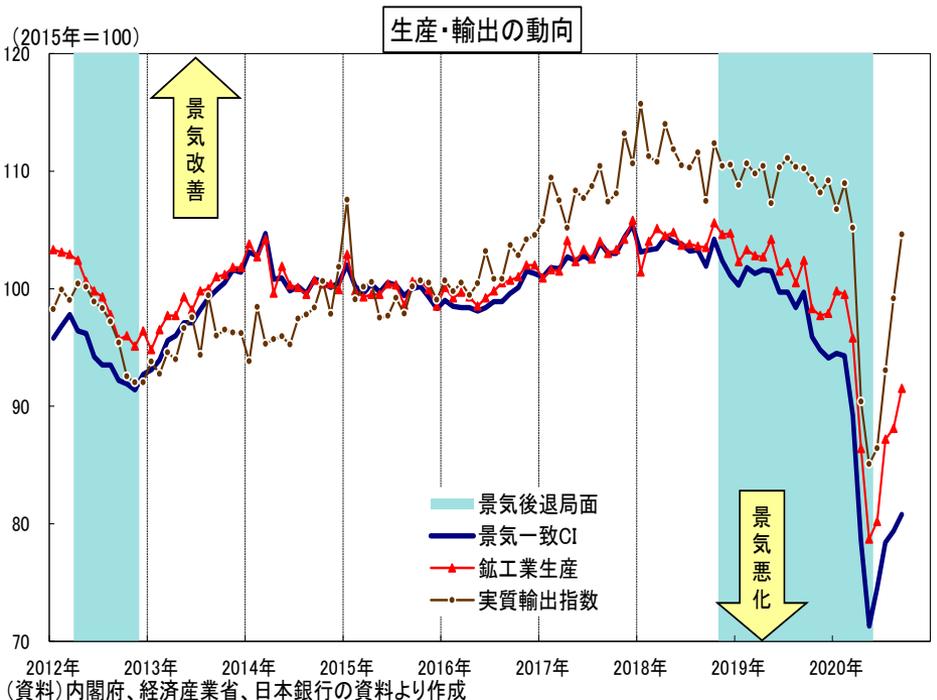
1	景気の現状	4
2	世界経済の動向	6
3	国内の経済政策	21
4	日本経済・物価の見通し	23
5	金融政策の見通し	31
6	金融市場の見通し	33

見通し担当者：  
総括、日本経済・金融  
米国経済・金融  
欧州経済・金融  
中国経済・金融

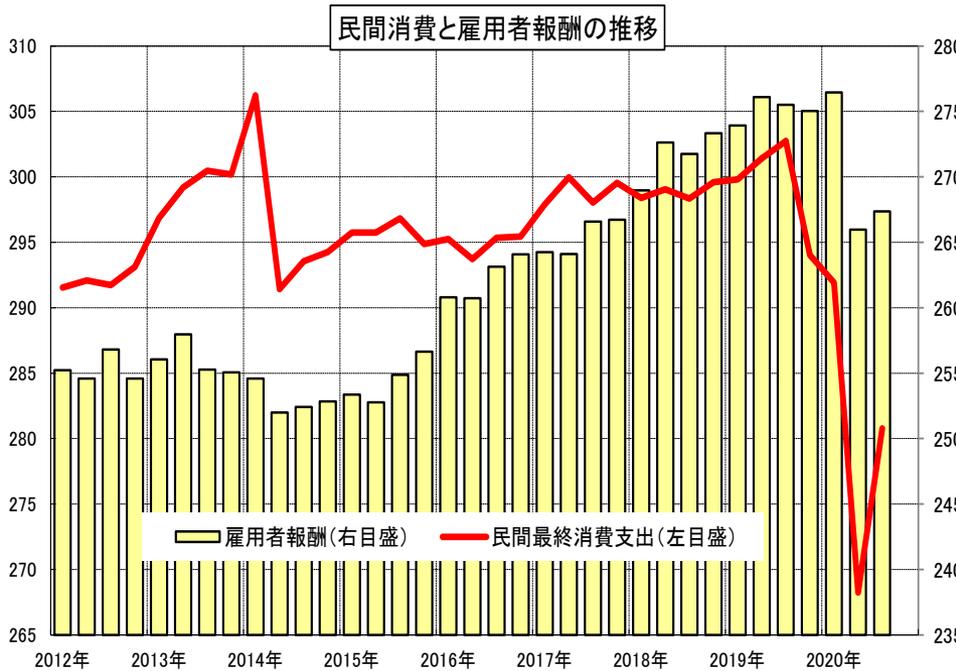
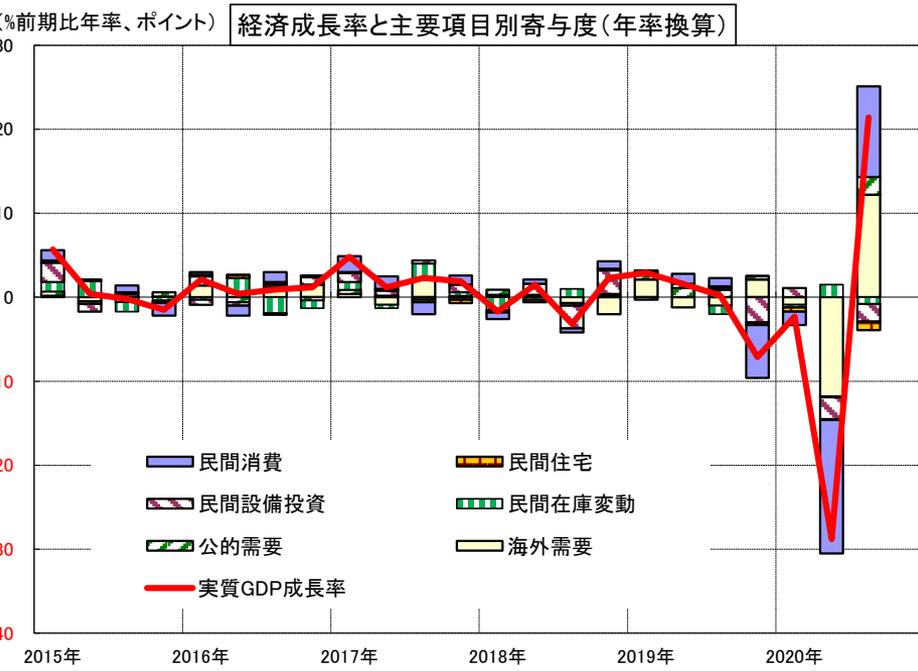
南 武志  
佐古佳史  
山口勝義  
王 雷軒

# 1 景気の現状

- 景気動向: 緊急事態宣言解除後の持ち直し基調は継続
  - 消費、生産、輸出など主要指標はいずれも5月に底入れした後、持ち直し基調にある
  - 9月の景気動向指数によれば、CI一致指数に基づく景気の基調判断は8月に続く「下げ止まり」であったが、早ければ11月分で「上方への局面変化」に上方修正される可能性も
  - 10月の月例経済報告では、国内景気について「依然として厳しい状況にあるが、持ち直しの動きがみられる」へ基調判断をやや上方修正
  - 10月の景気ウォッチャー調査によれば、各種GoToキャンペーンなどによって、現状判断DIは6ヶ月連続で改善、判断の目安となる50を33ヶ月ぶりに上回った



- 7～9月期GDP: 4四半期ぶりのプラス成長(前期比年率21.4%)
  - 伸び率としては68年10～12月期(68SNA・90年基準、年率24.8%)以来の高い伸びとなったが、4～6月期に落ち込んだ分の56%しか戻らなかった(直近ピークの19年7～9月期からの減少幅に対しては43%しか戻らず)
  - 4～6月期に大幅減となった民間消費(前期比4.7%)と輸出等(同7.0%)の反動増が全体を大きく押し上げた
  - 一方、民間住宅投資(同▲7.9%)、民間企業設備投資(同▲3.4%)はいずれも2四半期連続で減少
  - 海外経済、特に中国経済の持ち直しを受けて輸出等は同7.0%と3四半期ぶりの増加(うち、財部門は同11.0%と7四半期ぶりの増加)だったが、輸入等は同▲9.8%と2四半期ぶりの減少
    - 外需寄与度(対前期比成長率)は2.9ポイントと3四半期ぶりのプラス
  - GDPデフレーターは前年比1.1%と6四半期連続のプラス

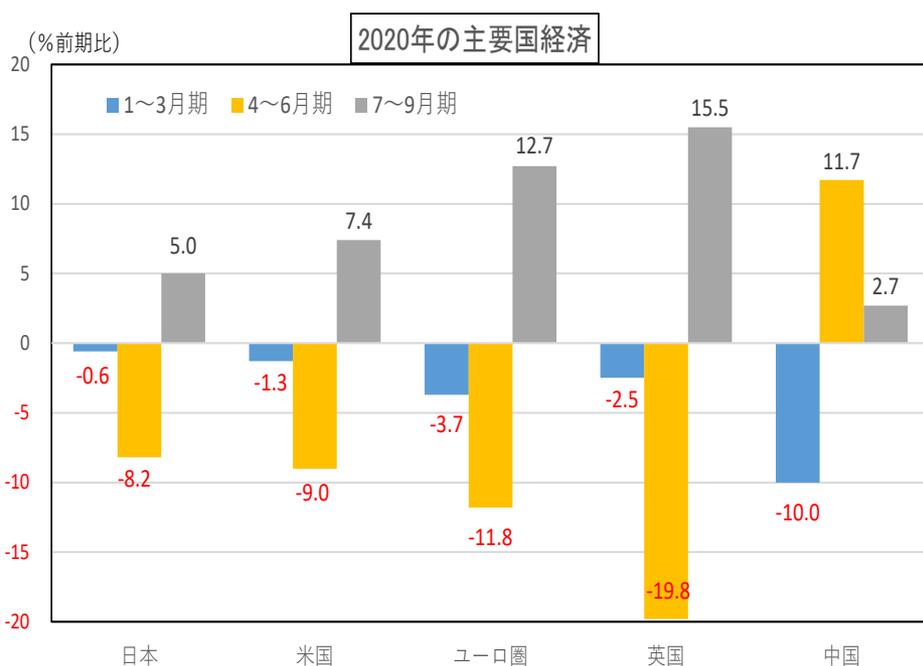


(資料)内閣府経済社会総合研究所

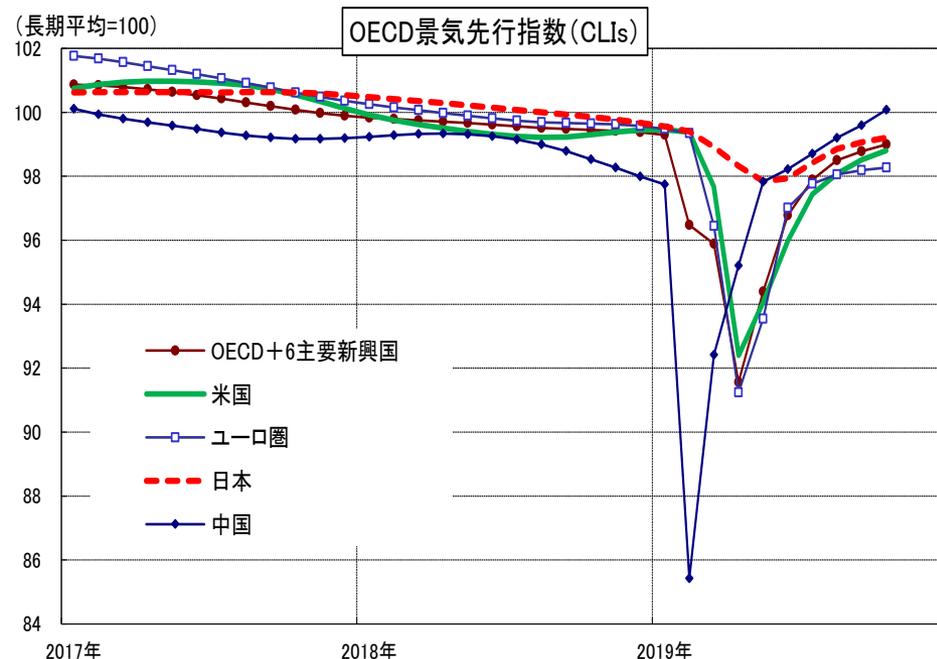
(資料)内閣府 (注)実質ベース。単位は2011年連鎖価格表示、兆円。

## 2 世界経済の動向 ①概況

- 4～5月にかけて新型コロナの感染拡大がいったん収まったことを受けて、主要先進国では移動制限など厳しい感染防止措置を緩和し、経済活動が再開された
  - 感染がいち早く収束に向かった中国は4～6月期にプラス成長へ転換したほか、先進国・地域でも7～9月期には大きなリバウンドが見られた
    - ただし、中国以外はコロナ前の経済活動水準には及ばず
  - 足元では日本を含めた先進各国では感染再拡大が広がっており、欧州を中心に再度の移動制限措置に踏み切る動きもみられる
- OECD景気先行指数(CLI)s：回復継続を示唆する内容
  - コロナ禍を乗り越えつつある中国に追随する格好で、欧米など先進国でも持ち直しが継続



(資料) 各国統計より農林中金総合研究所作成



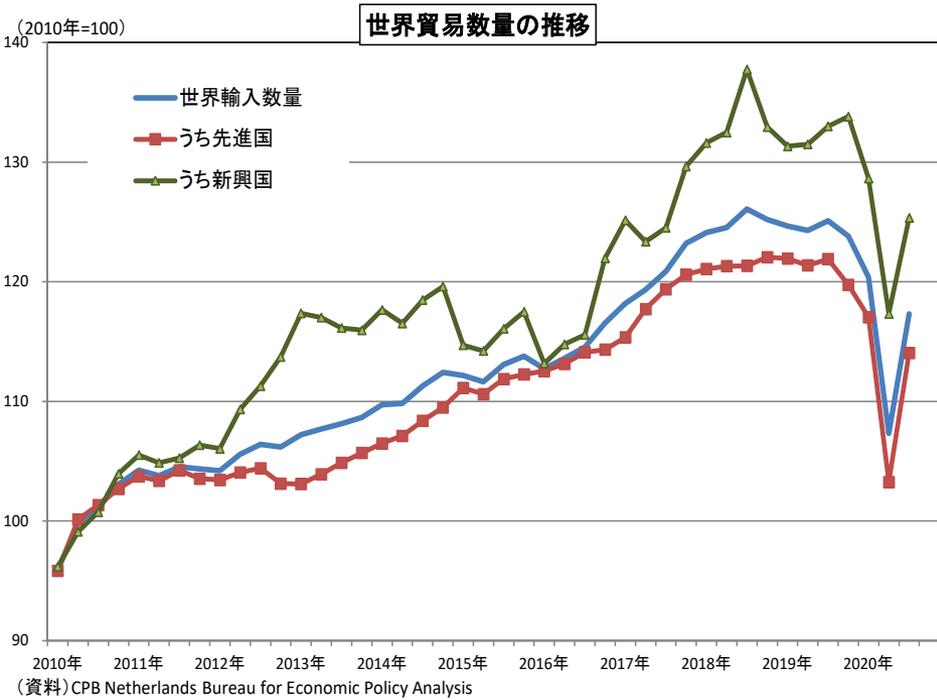
(資料) OECD (注)6主要新興国: ブラジル・ロシア・中国・インド・インドネシア・南アフリカ  
<https://www.nochuri.co.jp/>

- 国際機関による世界経済見通し: 先行きの不透明性・不確実性は依然高い
  - IMF世界経済見通し(20年10月発表)は、4~6月期の落ち込みが想定ほどではなかったことに加え、7月以降の持ち直し(特に米国・中国)が予想以上だったことから見通しを2年ぶりに上方修正
    - 20年の世界全体の成長率は前年比▲4.4%、世界貿易数量も同▲10.4%と、ともに11年ぶりの減少見通し
    - しかしながら、21年は下方修正(成長率は5.2%)、不透明性・不確実性が高い状態

- 世界貿易: 回復傾向
  - 世界貿易数量は4~6月期に前期比▲12.2%と大きく悪化
  - 6月以降は持ち直しに転じており、8月は5月(直近ボトム)の水準を16%上回った

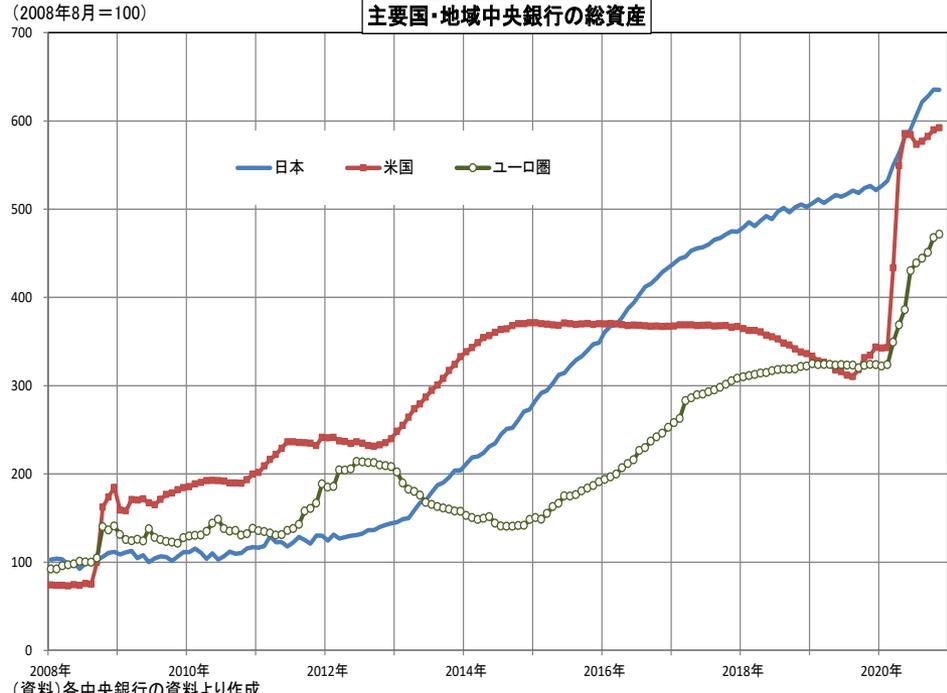
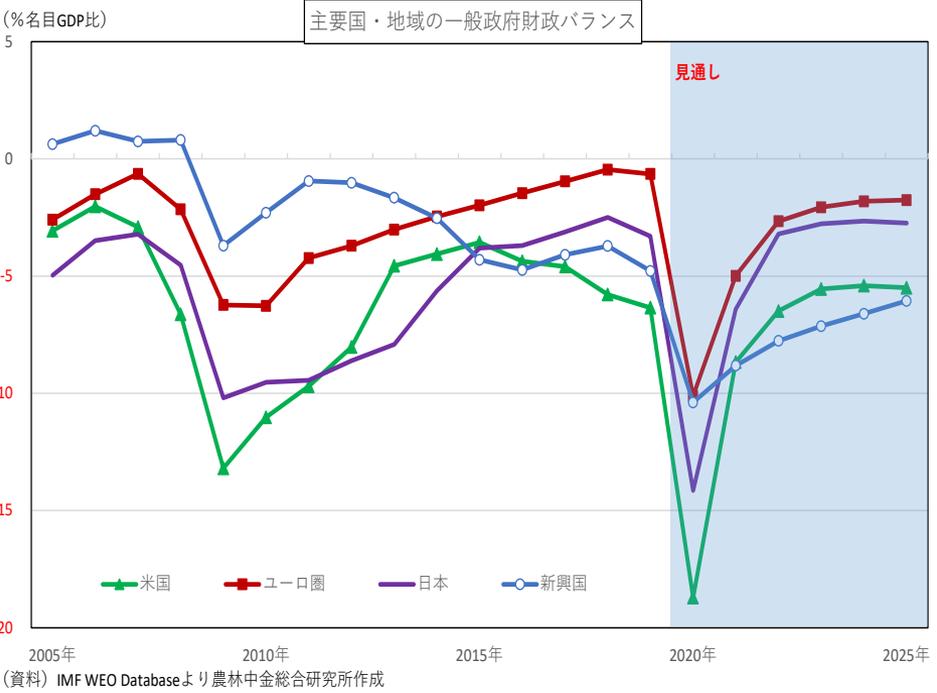
2020~21年 IMF世界経済見通し

	2019年	2020年	2021年
世界全体(実質経済成長率)	2.8	▲ 4.4	5.2
先進国	1.7	▲ 5.8	3.9
米国	2.2	▲ 4.3	3.1
ユーロ圏	1.3	▲ 8.3	5.2
ドイツ	0.6	▲ 6.0	4.2
フランス	1.5	▲ 9.8	6.0
イタリア	0.3	▲ 10.6	5.2
スペイン	2.0	▲ 12.8	7.2
英国	1.5	▲ 9.8	5.9
日本	0.7	▲ 5.3	2.3
新興国・発展途上国	3.7	▲ 3.3	6.0
中国	6.1	1.9	8.2
インド	4.2	▲ 10.3	8.8
ブラジル	1.1	▲ 5.8	2.8
ロシア	1.3	▲ 4.1	3.0
南アフリカ	0.2	▲ 8.0	3.0
ASEAN5	4.9	▲ 3.4	6.2
世界貿易数量(財・サービス)	1.0	▲ 10.4	8.3



(資料) IMF『World Economic Outlook (2020年10月)』

- 主要国政府はコロナ禍への対応として大規模な財政政策を断続的に発動
  - コロナ禍に対する手厚い支援策がしばらく継続される結果、財政収支が大幅に悪化した状態が続くことが見込まれている
  - IMFによれば、先進国の政府債務はGDP比で125%台(コロナ前は105%程度)へ膨張、その後も高止まりが続くとの見通し
- 主要中央銀行も同様に、ゼロ金利政策の復活や資産買入れの強化、さらには企業の資金繰り支援など異例の政策運営で対応
  - 各中央銀行のバランスシートやマネーストックは急速に拡大、過剰流動性が発生



## 2 世界経済の動向 ②米国

- 景気動向: 新型コロナウイルス新規感染者数の急増と財政政策の剥落で景気回復は頭打ち
  - 20年7~9月期のGDPは前期比年率33.1%成長(速報)
  - 失業給付金拡充措置などが20年内に終了し、約1,300万人に影響する可能性があるが、政権移行に伴う政策空白、さらにはジョージア州上院決選投票(21年1月5日)を控えていることから、20年内に大規模な追加財政政策が合意されることは望み薄
  - ジョージア州で上院2議席とも民主党候補が取れない場合、ねじれ議会がバイデン政権運営の足かせに
  - 見通しのポイントとしては、①20年末から21年初にかけて個人消費の弱含みが予想されること、②21年上期に追加財政支援策が予想されること、③ワクチンの効果が経済活動に出始めるのは早くも21年半ばからの想定、④米中対立の再燃から、設備投資、貿易の回復ペースは緩慢との想定などが挙げられる
  - 成長率見通し: 20年は▲3.5%、21年は4.3%(前回見通し(20年:▲5.0%、21年:3.2%からいずれも上方修正)

### 予測表(四半期)

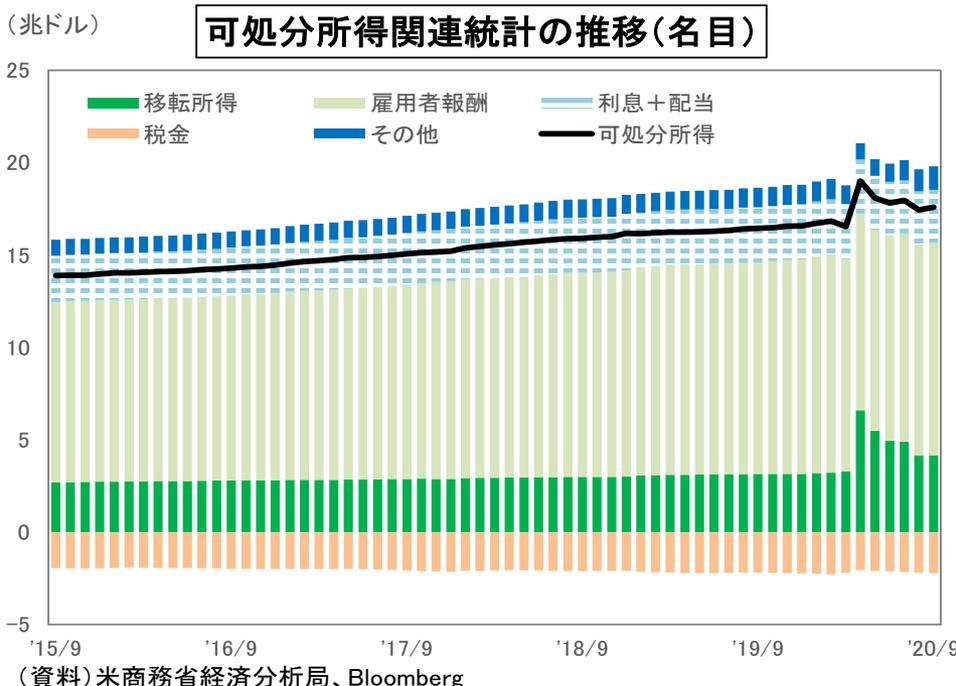
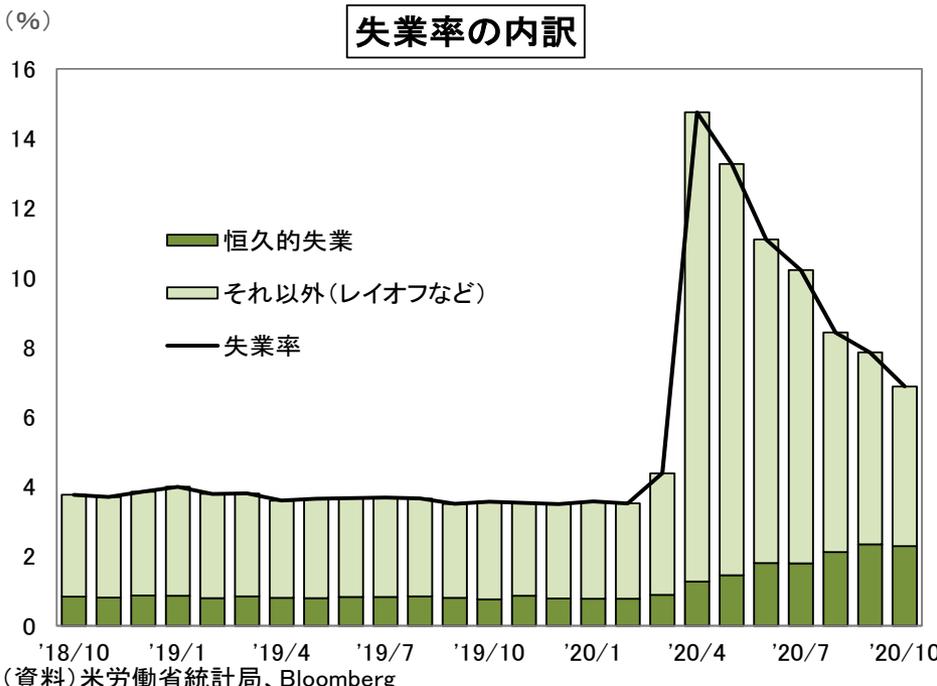
(予測→)

	単位	2019年				2020年				2021年			
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
実質GDP成長率	%	2.9	1.5	2.6	2.4	▲ 5.0	▲ 32.9	33.1	4.0	2.0	7.4	2.6	3.2
個人消費支出	%	1.8	3.7	2.7	1.6	▲ 6.9	▲ 34.6	40.7	2.6	1.5	16.2	2.4	3.3
民間設備投資	%	4.2	0.0	1.9	▲ 0.3	▲ 6.7	▲ 27.0	20.0	3.9	3.0	2.2	4.5	3.7
民間住宅投資	%	▲ 1.7	▲ 2.1	4.6	5.8	19.0	▲ 38.7	59.3	8.5	7.5	8.0	6.0	5.9
輸出	%	1.8	▲ 4.5	0.8	3.4	▲ 9.5	▲ 64.1	59.7	4.4	5.6	11.3	5.4	3.5
輸入	%	▲ 2.1	1.7	0.5	▲ 7.5	▲ 15.0	▲ 53.4	91.1	2.9	1.3	36.6	3.5	2.3
政府支出	%	2.5	5.0	2.1	2.4	1.3	2.7	▲ 4.5	2.4	2.4	1.2	1.8	1.2
非農業部門雇用者数増減	万人	13.9	15.9	20.3	21.0	▲ 30.3	▲ 442.4	130.9	50.0	25.0	40.0	40.0	40.0
失業率	%	3.9	3.6	3.6	3.5	3.8	13.0	8.8	6.5	6.0	6.0	5.5	5.0
賃金上昇率	%	3.4	3.3	3.4	3.2	3.2	6.5	4.6	4.3	4.0	3.8	3.6	3.5
コアPCEデフレーター	%	1.7	1.7	1.8	1.6	1.8	0.9	1.4	1.5	1.3	1.5	1.8	1.9
FFレート誘導水準	%	2.25~2.50	2.25~2.50	1.75~2.00	1.50~1.75	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25
10年物国債利回り	%	2.4	2.0	1.7	1.9	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	1.4	1.7	1.7

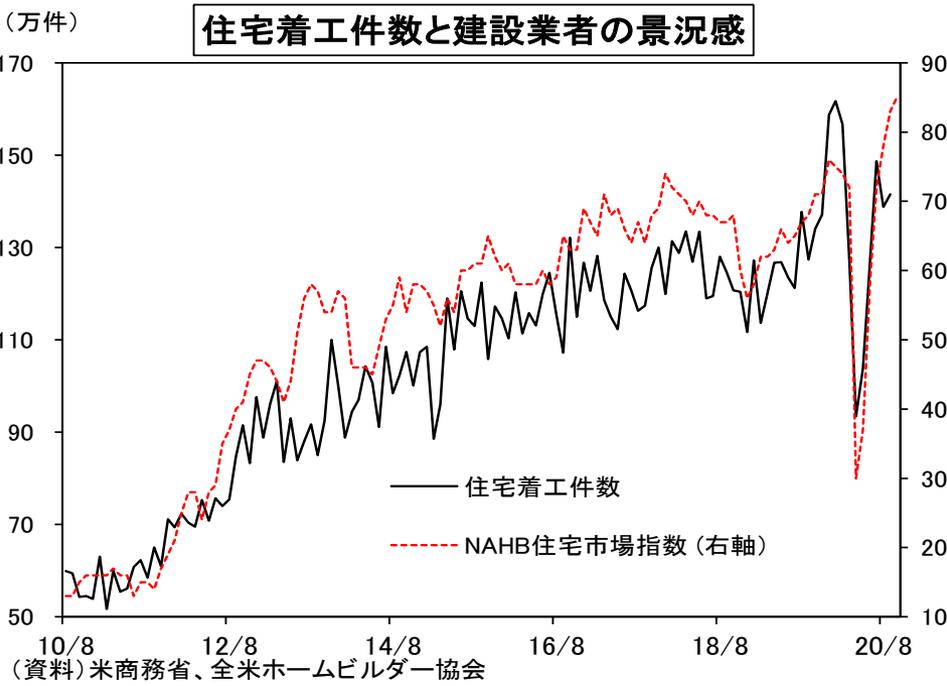
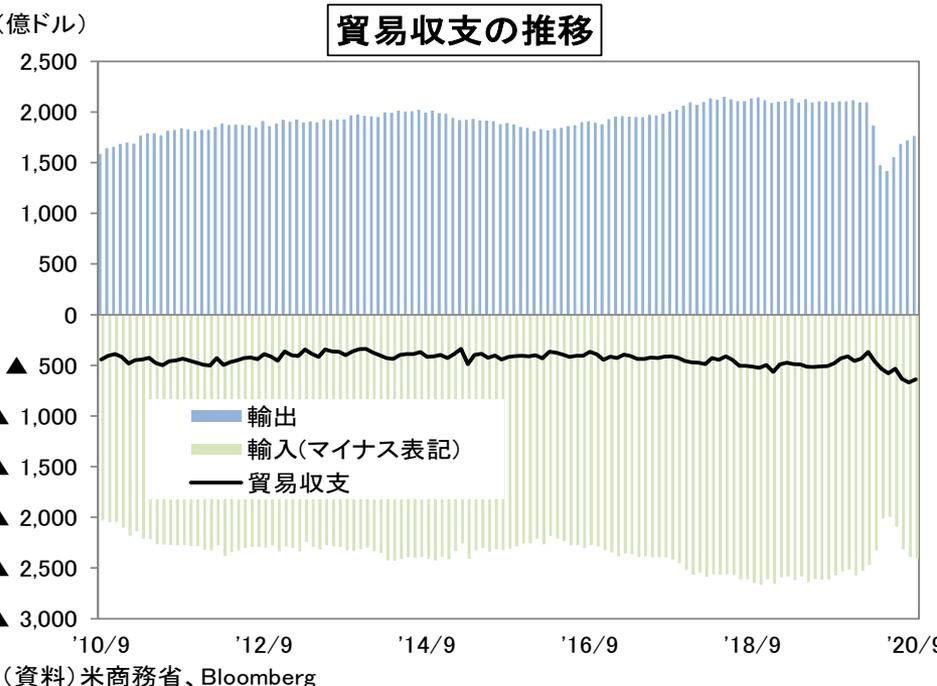
(資料)米商務省、米労働統計局、FRB、Bloombergより作成、予測は農中総研による。

(注意)GDPと各需要項目は四半期年率。FFレート誘導水準、10年物国債利回りは期末値、それ以外は期間の平均値。

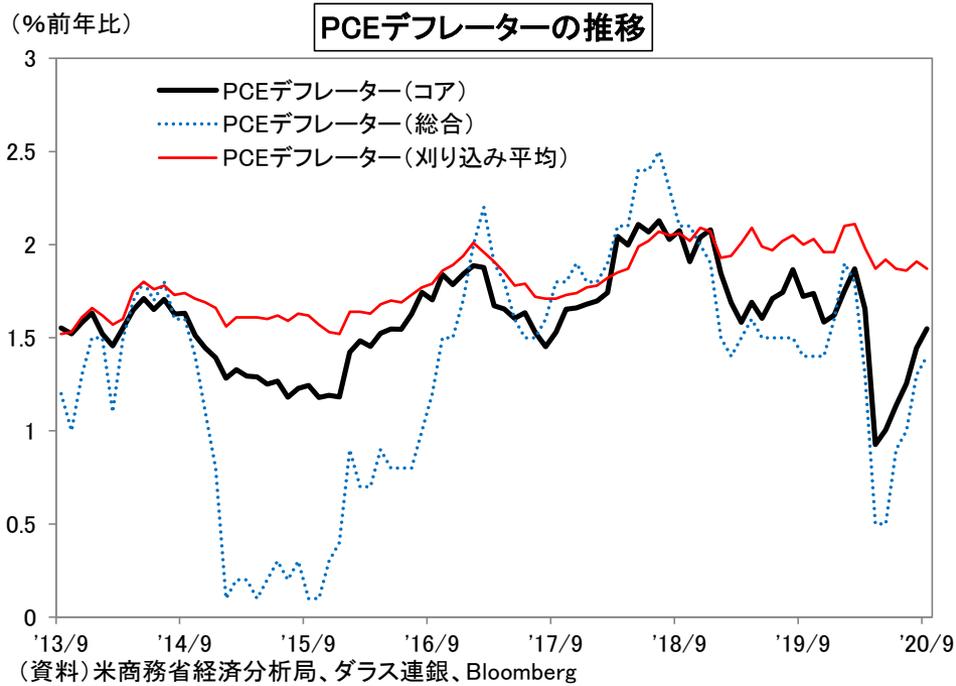
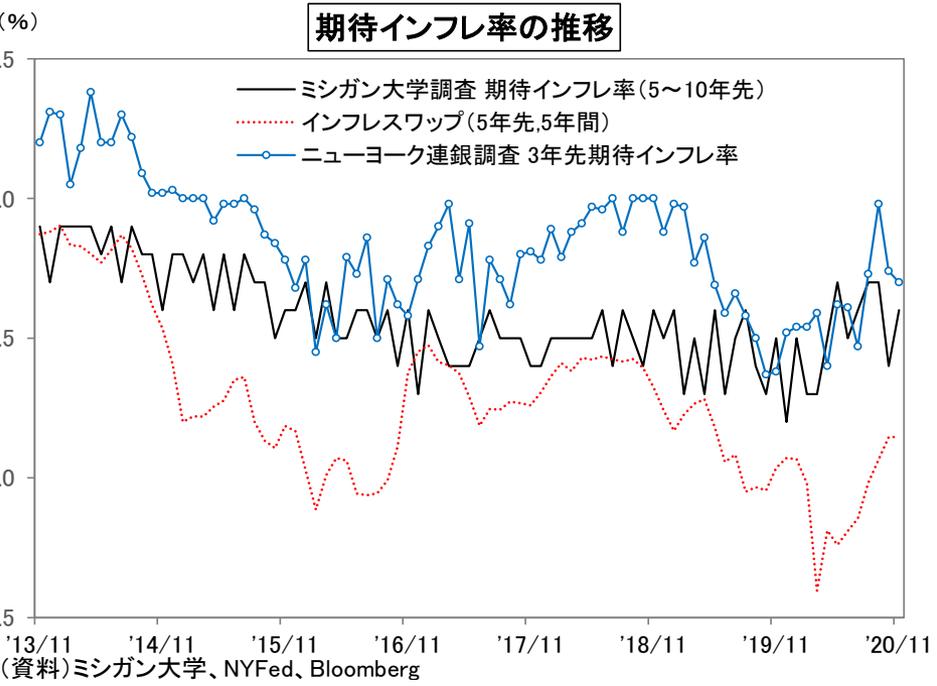
- **雇用: 緩慢な回復**
  - 労働者の16%に相当する2,079万人が失業した4月から、累計で1,207万人の雇用が回復したが、足元の回復ペースは鈍化している
  - 感染拡大への警戒や、行動様式の変化から雇用の戻りは緩やかなペースにとどまると思われる
  - 恒久的失業者の割合が高まっており、労働市場回復の足かせにもなりうる
- **消費: 21年初に鈍化も**
  - 失業給付金拡充措置が年末で失効するため、追加財政支援策がない場合は、21年初にかけて可処分所得の減少と消費の鈍化は不可避



- 貿易: 鈍い回復を想定
  - 新型コロナウイルスの感染再拡大が警戒されるなか、米中对立や中国企業の締め出しもあり、鈍い回復を想定
- 設備投資: 鈍い回復を想定
  - 米中对立、世界貿易の低迷などが下押し材料となり鈍い回復をメインシナリオと想定
  - ただし、バイデン政権の政策次第で、設備投資が上振れる可能性も否定できない
- 住宅投資: 底堅い推移
  - 都市部から郊外に引っ越しする動きから住宅販売は好調
  - 在庫の少なさや、超緩和的な取得環境、歴史的低水準の住宅ローン金利が下支えとなり、住宅投資は底堅い推移を見込む



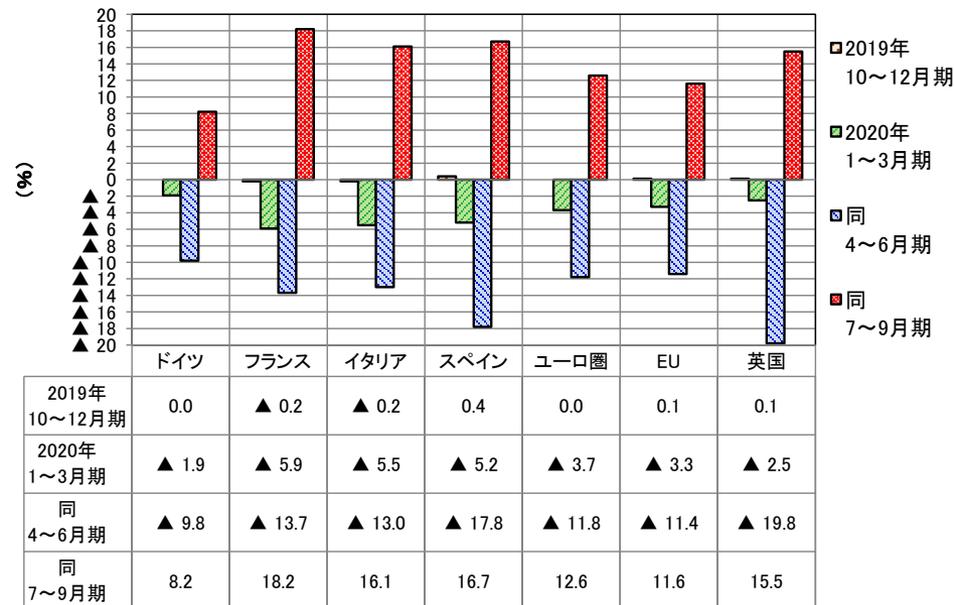
- **インフレ率:**
  - FRBが注視するPCEデフレーター(コア)は前年比1.5%程度で推移
  - 総需要が蒸発したことからインフレ率は鈍化したが、21年は緩やかに加速する見込み
- **金融政策:**
  - FRBは、約4年ぶりとなるゼロ金利政策に加え、社債購入、地方政府への資金供給、無制限の国債買い入れなど矢継ぎ早の危機対応を行う
  - 8月のFOMCで2%の平均インフレ目標が導入され、雇用最大化を目指す中で2%超のインフレが容認された
- **財政政策:**
  - 20年末に失効する財政支援策を継続するかと、バイデン次期大統領の政権運営が当面の焦点に



# 2 世界経済の動向 ③欧州

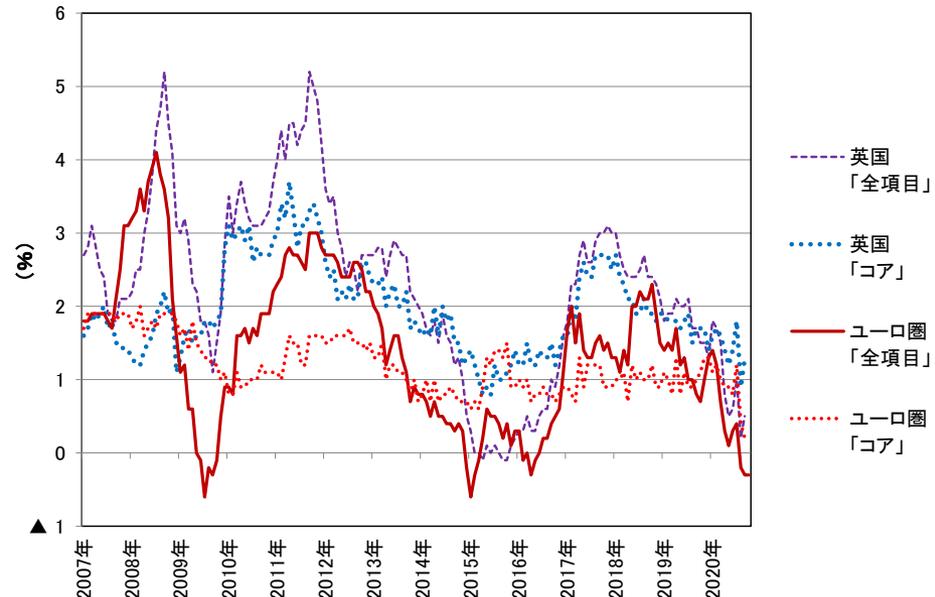
- 景気動向(20年7~9月期の実質GDP成長率)
  - 20年3月から本格化した感染症の拡大で、4~6月期に実質GDP成長率は大幅に下落
  - これに対し7~9月期には経済活動は回復したものの、部分的な回復に留まる
  - 7~9月期には、
    - ユーロ圏では前期比成長率は12.6%(4~6月期:▲11.8%)、前年同期比成長率は▲4.4%(同:▲14.8%)
    - EUでは、前期比成長率は11.6%(4~6月期:▲11.4%)、前年同期比成長率は▲4.3%(同:▲13.9%)
    - 英国では、前期比成長率は15.5%(4~6月期:▲19.8%)、前年同期比成長率は▲9.6%(同:▲21.5%)
  - その後、感染症の再拡大で10月以降、感染拡大防止対策が強化されており、経済活動の再縮小が見込まれる

実質GDP成長率(前期比)



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

消費者物価上昇率(前年同月比)



(資料) Eurostatのデータから農林中金総合研究所作成

## ● 主要な経済指標

- 5月以降に急回復し前年を上回った消費が感染症の再拡大を背景に減速、一方で生産は今も前年を下回る
- ユーロ圏
  - 20年9月の小売売上高は、前年同月比では2.2%の上昇ながら、前月比では2.0%の低下
  - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.4%の低下で、前年同月比では6.8%の低下
  - 同月の失業率は8.3%と、前月から横ばい
- ドイツ
  - 20年9月の小売売上高は、前年同月比では3.8%の上昇ながら、前月比では2.2%の低下
  - 同月の製造業受注指数は、前月比で0.5%の上昇ながら、前年同月比では1.9%の低下
  - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で1.7%の上昇ながら、前年同月比では8.7%の低下
  - 同月の輸出額は、前月比で2.3%の上昇ながら、前年同月比では6.6%の低下
  - 同月の失業率は4.5%と、前月から横ばい
- 英国
  - 20年9月の小売売上高は、前年同月比で4.3%の上昇、前月比では1.2%の上昇
  - 同月の鉱工業生産指数は、前月比で0.5%の上昇ながら、前年同月比では6.3%の低下
  - 20年8月の失業率は4.6%と、前月の4.3%から上昇

## ● 物価動向

- 消費者物価には低下圧力が強まり、特にユーロ圏では8月以降3ヶ月連続のマイナス圏
  - ユーロ圏では、20年10月の消費者物価上昇率(前年同月比)は▲0.3%(コアは0.2%)
  - 英国では、20年9月の消費者物価上昇率(前年同月比)は0.5%(コアは1.3%)

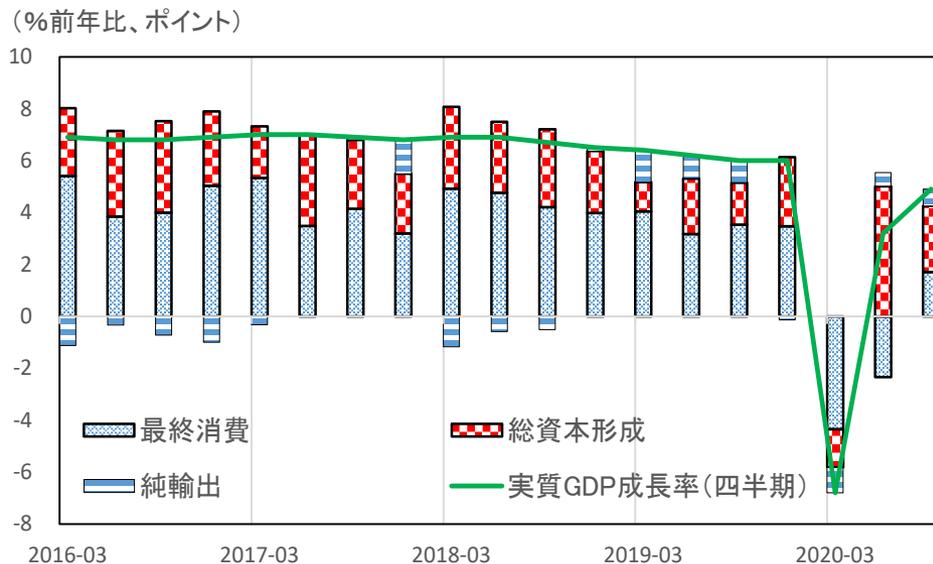
- 金融政策
  - － 欧州中央銀行(ECB)
    - 10月の政策理事会で、中銀預金金利の▲0.5%など、現行の金融政策を維持
    - リスクは明らかに下向きに傾いているとし、12月に追加緩和を打ち出すことを示唆
  - － イングランド銀行(BOE)
    - 11月の金融政策委員会で、債券購入プログラムを1,500億ポンド拡大、0.1%の政策金利は維持
    - マイナス金利の導入について、金融機関に質問票を送付するなどしその是非を検討中
- 財政政策
  - － 各国は機動的な財政出動に注力
  - － 欧州理事会は7月、感染症の打撃からの復興基金である「次世代EU(NGEU)」(7,500億ユーロ)の設立に合意
- 景気見通し
  - － 4～6月期に落ち込んだ経済活動は、感染症拡大防止措置の段階的緩和に伴い7～9月期には回復
  - － しかし、夏場を経て感染症が再拡大し、10月以降、各国で感染拡大防止対策を強化
  - － 7～9月期にいったん回復した経済活動は10～12月期には減速し、前期比縮小へ
  - － 20年通年の実質GDP成長率は、ユーロ圏、EU、英国で、各前年比▲8%、▲8%、▲11%程度を見込む

# 2 世界経済の動向 ④中国

## 景気動向

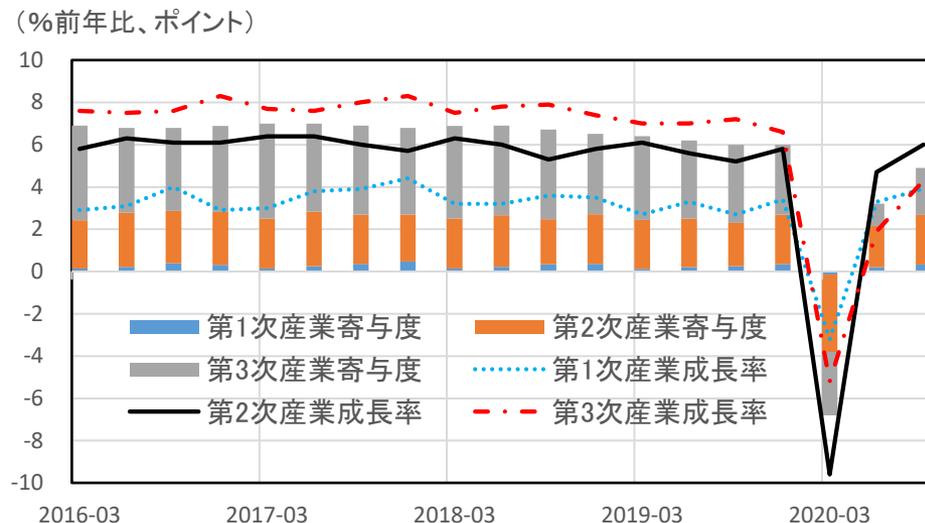
- 20年7~9月期の実質GDP成長率は前年比4.9%、前期比2.7%と2四半期連続のプラス成長
  - 総資本形成(投資)が引き続きプラス成長に大きく貢献したほか、最終消費もプラスに転じたことが特徴的
  - 前年比成長率に対する需要項目別の寄与度は、総資本形成:2.6ポイント、最終消費:1.7ポイント、純輸出:0.6ポイント
- 産業別にみると、第1次産業(農業など)、第2次産業(製造業など)、第3次産業(サービス業など)はそれぞれ前年比で3.9%、6.0%、4.3%で、第2次産業に加え、第3次産業の牽引力も回復しつつある
- 足元の景気は緩慢ながらも回復が続いている

実質GDP成長率と需要項目別の寄与度



(資料)中国国家统计局、Windより作成

産業別の実質成長率とGDP成長率への寄与度

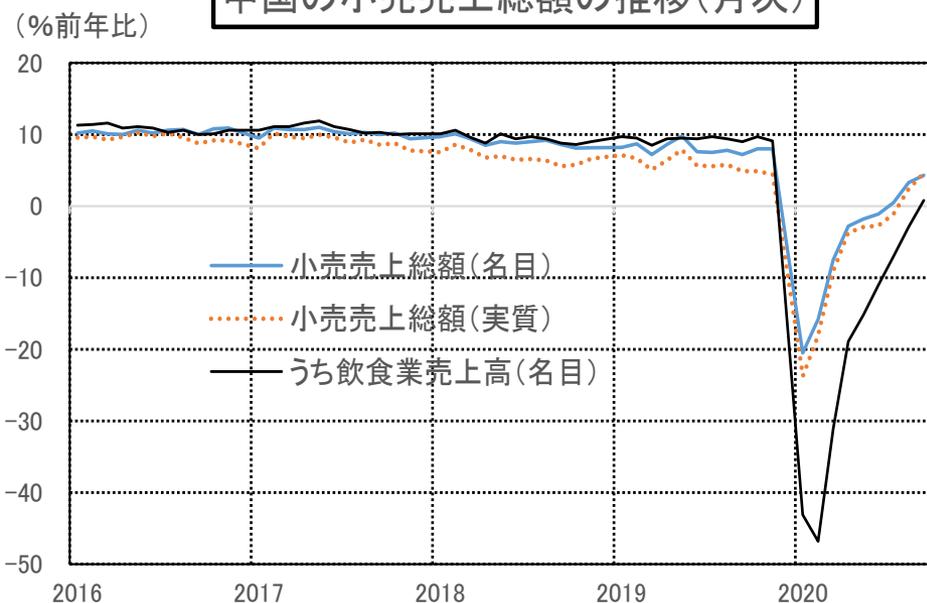


(資料)中国国家统计局、Windより作成

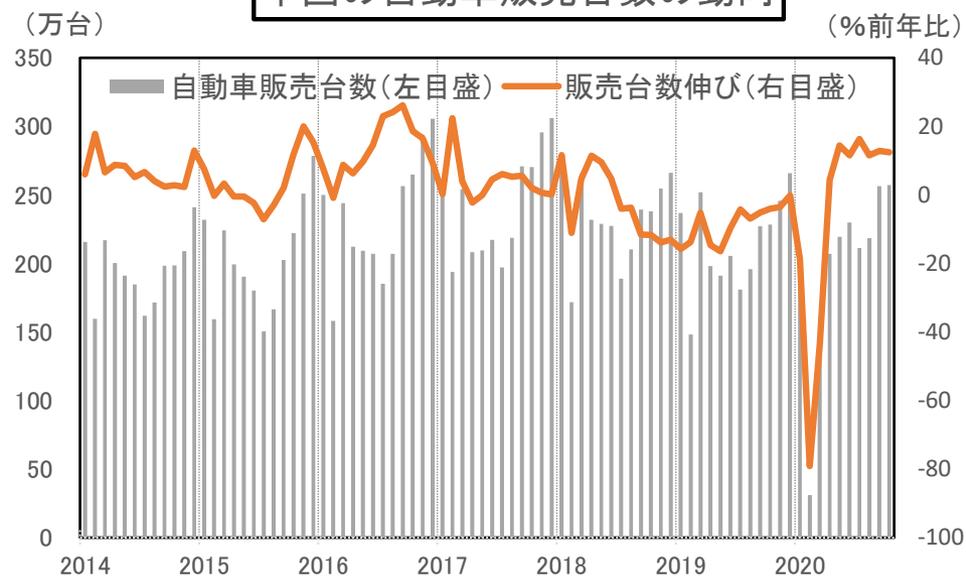
## 個人消費

- 10月の小売売上総額は名目で前年比4.3%、実質で前年比4.6%と、9月(それぞれ同3.3%、2.4%)から加速
- 自動車販売台数は前年比12.5%と引き続き底堅く推移したほか、これまでマイナスが続いた飲食業売上高も名目で同0.8%とプラスに転じるなど、消費を下支えした
- 先行きは宿泊・飲食サービス業や娯楽業の再開加速、自動車や家電製品などの販売促進策の効果が期待され、緩やかな持ち直しが続く見込み
  - ただし、1~9月期の一人当たりの可処分所得(実質)が前年比0.6%と、19年同期(同6.1%)に比べて大幅鈍化しているほか、1~10月期の都市部新規就業者数が前年比▲15.4%の大幅減となるなど、所得・雇用環境の厳しさは消費回復の制約要因となろう

中国の小売売上総額の推移(月次)



中国の自動車販売台数の動向



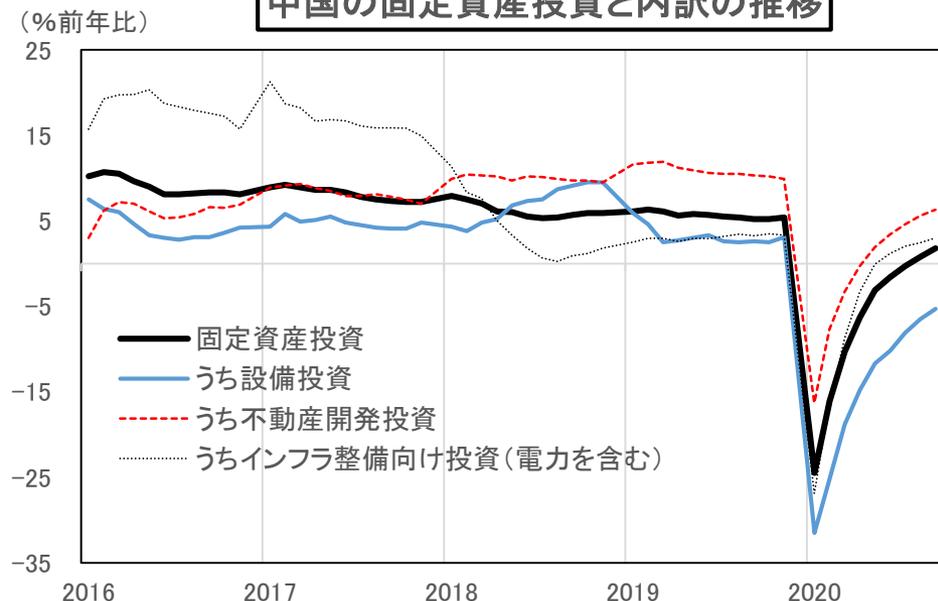
(資料) 中国国家统计局、Windより作成、直近は20年10月。

(資料) 中国汽車工業協会、Windより作成、直近は20年10月。

## ● 固定資産投資

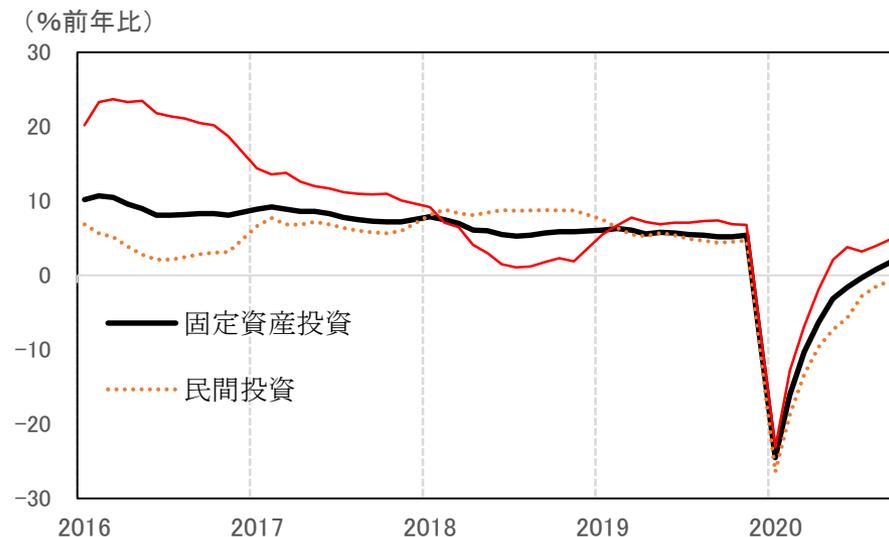
- 1～10月期の固定資産投資(総資本形成に相当、名目)は前年比1.8%と、1～9月期(同0.8%)から加速したが、総じて回復ペースは鈍い
  - 投資分野別では、不動産開発投資は同6.3%と底堅く推移したものの、設備投資は同▲5.3%と引き続きマイナスだったほか、インフラ整備向け投資も想定したほどの回復は見られなかった
  - 投資主体別では、民間投資は同▲0.7%と前年割れが続いたが、国有企業による投資は同4.9%と加速、投資全体を下支えした
- 先行きについては、設備投資が増加に転じるにはなお時間がかかるが、財政対策の効果を受けてインフラ整備向け投資が加速するほか、不動産開発投資も底堅く推移すると見られ、全体として緩やかな回復が続く見込み

中国の固定資産投資と内訳の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、(注)年初来累積、直近は1～10月期。

投資主体別にみた固定資産投資の推移



(資料)中国国家统计局、Windより作成、直近は20年1～10月期。

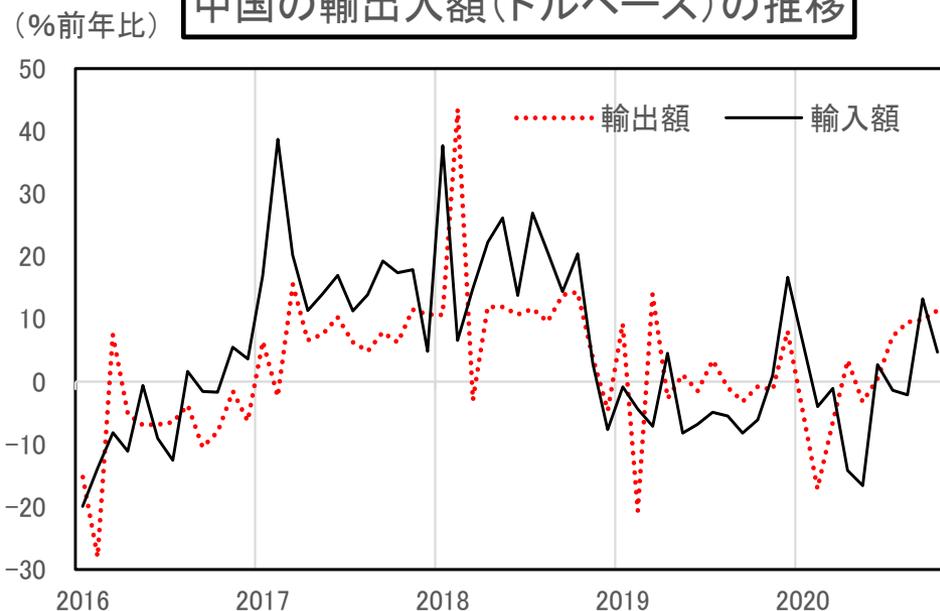
## 輸出

- 10月の輸出額(ドルベース)は前年比11.4%と9月(同9.9%)から加速
  - マスク・人工呼吸器など医療用物資に加え、テレワークに伴うパソコンやタブレットが牽引
- 先行きは、新型コロナ感染再拡大を受けてマスクなど衛生用品やテレワーク用のPCを中心に堅調に推移するとみられる半面、外需全体では鈍さが想定されるほか、人民元高の進行もあり、もう一段の加速は厳しい

## 経済見通し

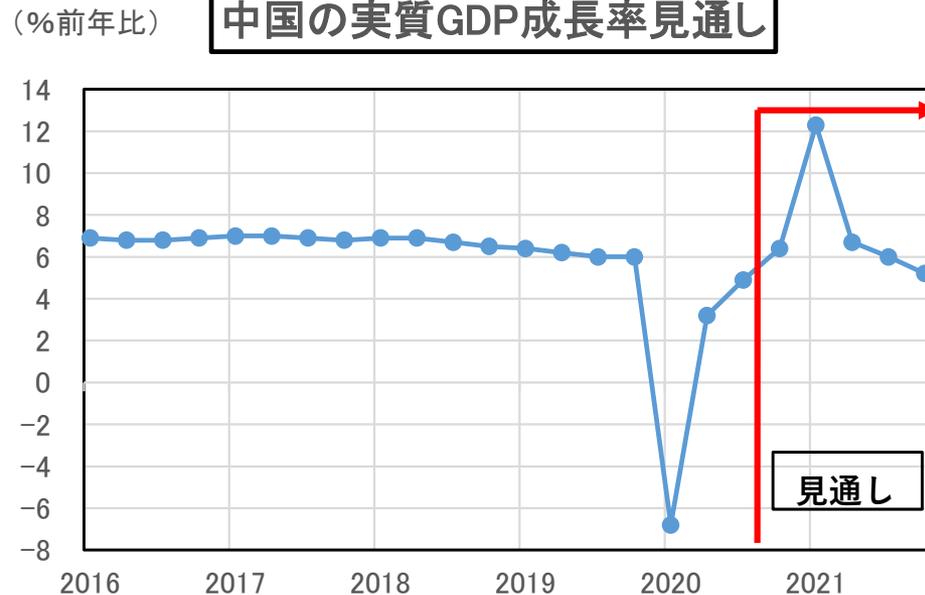
- 20年10~12月期も緩やかな回復が続き、前年比6.4%と7~9月期(同4.9%)から加速
- 7~9月期の経済回復が想定よりやや弱かったことなどを反映し、20年を通しては前年比2.1%(前回の2.4%から0.3ポイント下方修正)、21年は同7.4%(前回から据え置き)と予測

### 中国の輸出入額(ドルベース)の推移



(資料)中国海関総署、Windより作成、直近は20年10月。

### 中国の実質GDP成長率見通し



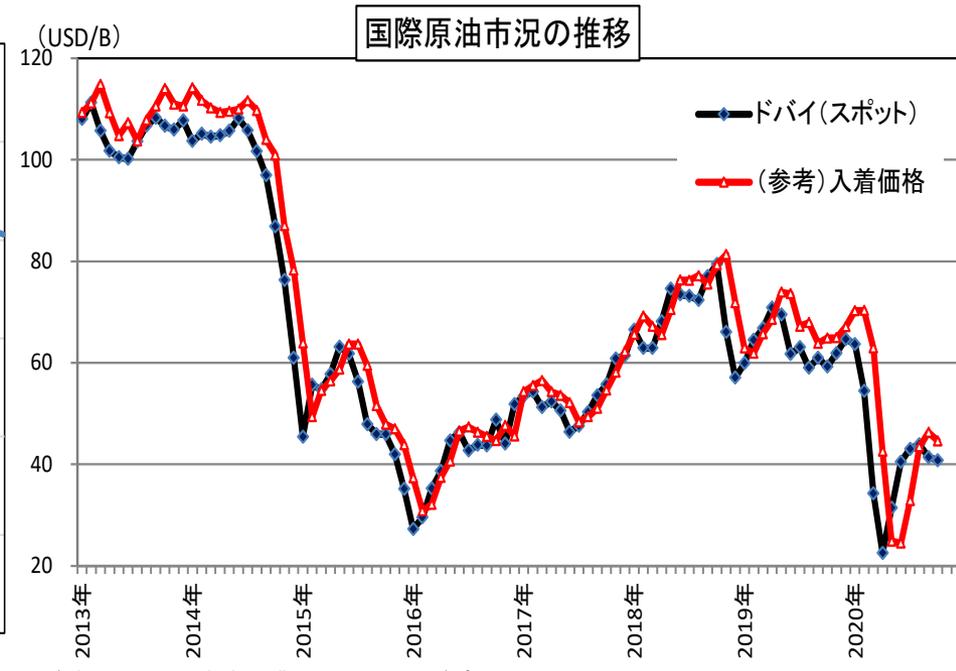
(資料)中国国家统计局、Windより作成、見通しは当社予想。

## 2 世界経済の動向 ⑤原油価格

- 原油価格: 協調減産の遵守により1バレル=40ドル台で安定的に推移
  - 17年1月から実施してきたOPECプラスによる協調減産はサウジアラビアとロシアの対立により20年3月で一旦終了したが、アメリカの仲介で参加23ヶ国は5~6月に日量970万バレル(世界生産量の約1割)、7~12月に日量770万バレル、21年1月~22年4月に580万バレルを協調減産することで合意
    - 日量970万バレルの減産は7月末まで延長、減産目標も概ね遵守されたことで、価格は安定化
    - OPECプラスでは現行の減産体制(日量770万バレル)を21年前半まで延長することを検討
- 原油入着価格の見通し
  - 原油需要の急回復が期待薄なこと、世界的に脱炭素化の流れが強まっていること、さらに価格上昇はシェールガスや減産に参加しない国からの供給増につながりやすいことなどから、国内への入着価格は20年度下期は40ドル/バレル台半ば、21年度は40ドル/バレル台後半と、安定推移すると予想



(資料) Bloombergより作成

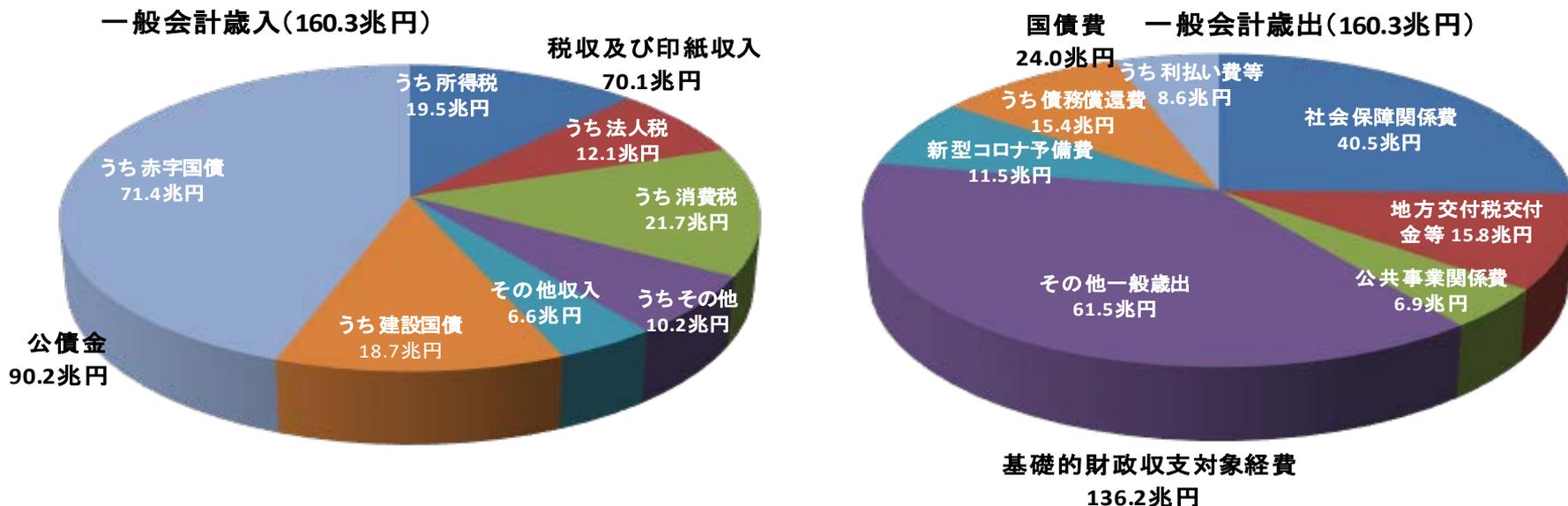


(資料) NYMEX、東京工業品取引所、財務省

# 3 国内の経済政策

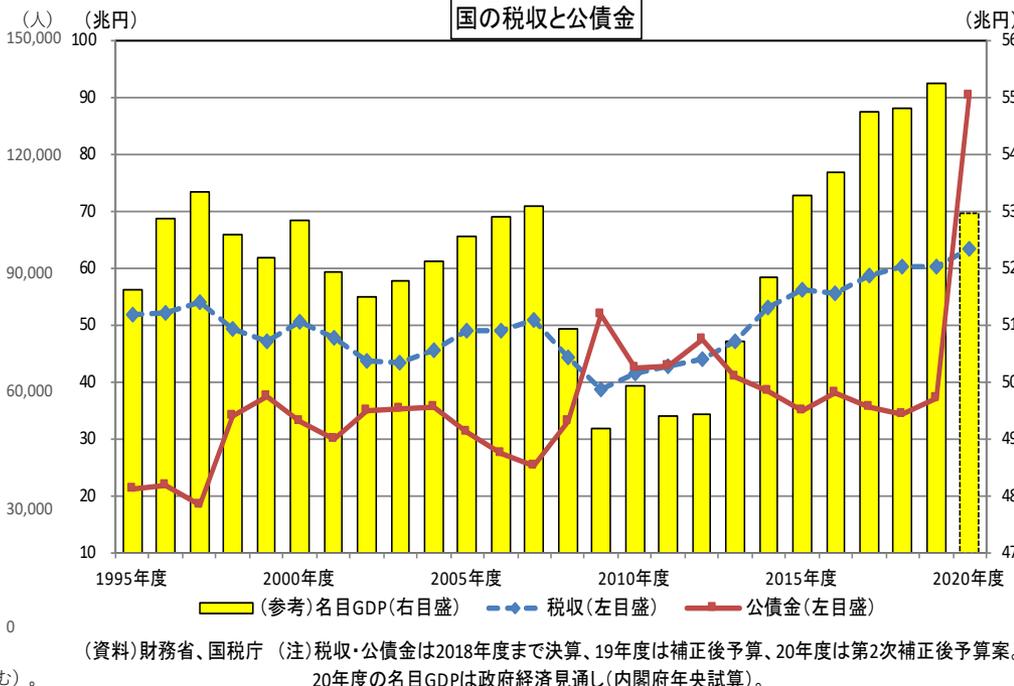
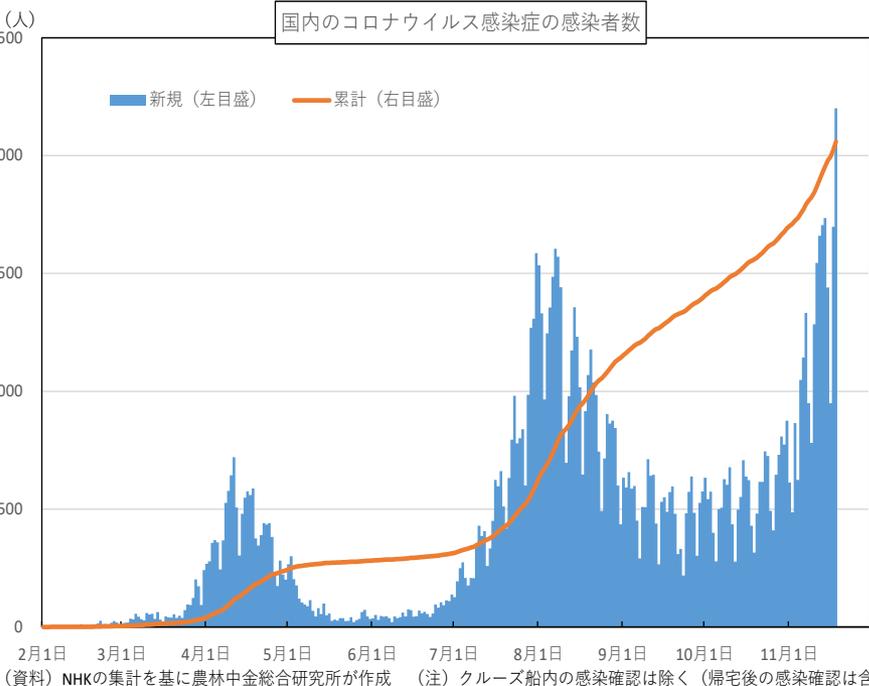
- 財政政策: 2度の補正編成を経て、20年度予算は総額160兆円超の規模に
  - 新型コロナ対策として、政府は19年度補正予算(総額3.2兆円)、20年度第1次補正予算(総額25.7兆円)、同第2次補正予算(総額31.9兆円)を編成
  - 20年度の新規国債発行額は90.2兆円(当初予算では32.6兆円)に、財投債は54.2兆円(同じく12.0兆円)へ、それぞれ大幅に増額
  - 新型コロナウイルス対策として11.5兆円の予備費を計上
    - これまで持続化給付金の追加やワクチン購入、医療機関の経営支援などに充てられた
    - 11月中旬時点での残額は約7.3兆円

2020年度一般会計予算(2次補正後)



(資料)財務省 (注)通常分に臨時・特別の措置を加えた全体。

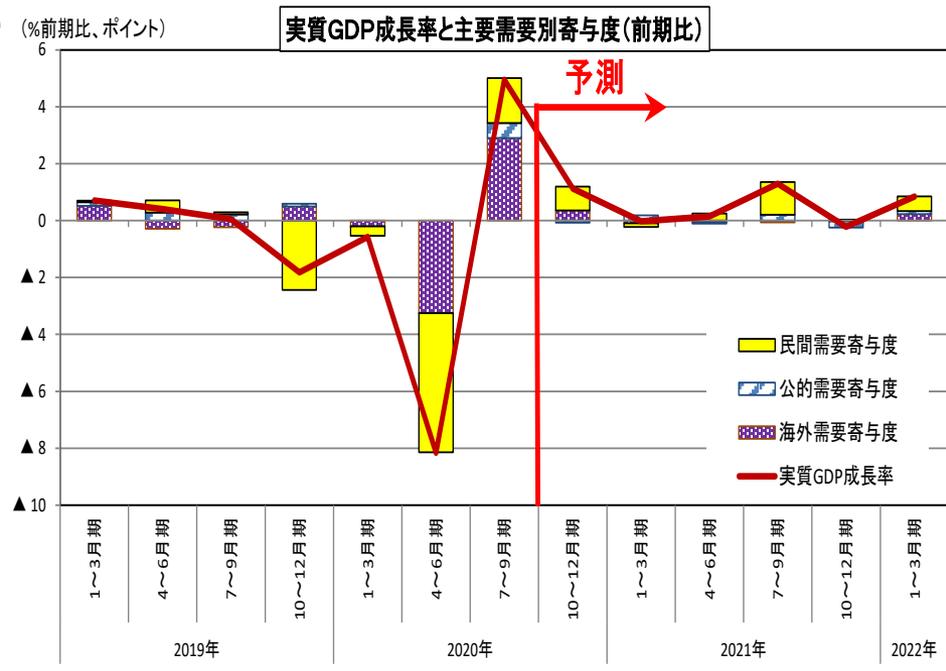
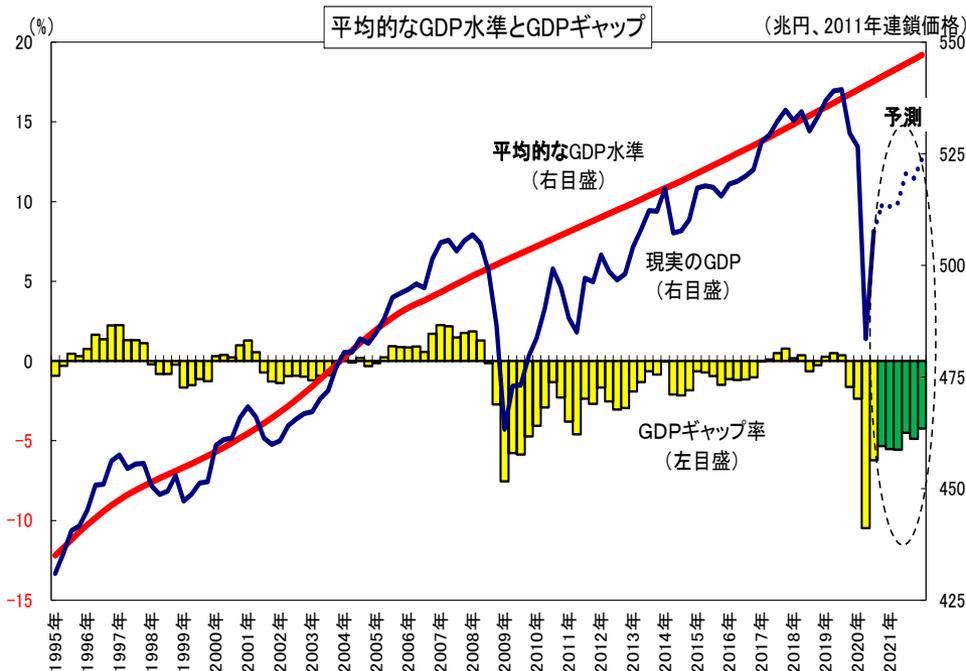
- 菅首相は追加の経済対策を盛り込んだ第3次補正予算案の編成を指示
  - 30兆円超とされる需給ギャップが対策規模の目安か
- 21年度予算の編成方針
  - 概算要求では、要求額は基本的に20年度当初と同額、新型コロナ対策経費については別途、要望が可能に
    - 年金・医療等に係る経費の高齢化等に伴ういわゆる自然増、SACO・米軍再編関係経費、厚生年金保険事業に係る国庫負担の繰入れに必要な経費、社会保障の充実等の平年度化に伴う対前年度からの増加の取扱いなどについては予算編成過程で検討
  - 9月末に締め切られた概算要求の集計額は105兆円超だが、コロナ対策として盛り込まれたものの多くが具体的な金額を示さない「事項要求」で、さらに膨らむ可能性



# 4 日本経済・物価の見通し

● 総論: 2020年度は▲5.5%成長と戦後最大のマイナス成長、21年度は3.0%成長と予想

- 足元10~12月期は、GoToキャンペーンなどの下支えもあったが、リバウンド過程の一服に加え、内外で感染拡大が再び広がっていることから、前期比年率4.6%へ急減速
- しばらくは日本を含む主要国で新型コロナの感染が燃り続けるとの前提の下、20年度内は経済活動水準の持ち直しペースはなかなか上がらず、低空飛行が続く
  - 感染症が流行しやすい厳冬期に感染再拡大が各地に広まれば、経済活動が再び制限される可能性も
- 21年度入り後、新型コロナのワクチン接種が始まれば持ち直しの動きが本格化するほか、延期された東京オリンピック・パラリンピック(五輪パラ)の開催効果も期待され、21年夏場には成長ペースが一旦加速
  - 五輪パラ終了後は一旦調整するものの、持ち直しの動き自体は継続
  - ただし、直近ピークの19年7~9月期の実質GDP水準の回復には4~5年かかる可能性も



(資料)内閣府、総務省統計局のデータから作成 (注)平均的なGDPの水準はHPフィルターなどを利用して作成

(資料)内閣府データを用いて、農林中金総合研究所が作成

# 予測表(年度、半期)

	単位	2018年度 (実績)	2019年度 (実績)	2020年度 (予測)	2021年度 (予測)
名目GDP	%	0.1	0.8	▲ 4.7	3.4
実質GDP	%	0.3	0.0	▲ 5.5	3.0
民間需要	%	0.3	▲ 0.5	▲ 6.5	2.7
民間最終消費支出	%	0.1	▲ 0.5	▲ 5.9	4.0
民間住宅	%	▲ 4.9	0.6	▲ 10.3	▲ 1.6
民間企業設備	%	1.8	▲ 0.3	▲ 8.5	▲ 0.8
民間在庫変動(寄与度)	ポイント	0.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1
公的需要	%	0.8	2.5	1.9	1.0
政府最終消費支出	%	0.9	2.3	1.7	1.0
公的固定資本形成	%	0.6	3.3	2.3	0.9
輸出	%	1.7	▲ 2.6	▲ 14.3	8.6
輸入	%	2.6	▲ 1.5	▲ 8.0	3.4
国内需要寄与度	ポイント	0.4	0.2	▲ 4.3	2.3
民間需要寄与度	ポイント	0.2	▲ 0.4	▲ 4.8	2.0
公的需要寄与度	ポイント	0.2	0.6	0.5	0.3
海外需要寄与度	ポイント	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 1.0	0.7
GDPデフレーター(前年比)	%	▲ 0.2	0.8	0.9	0.3
国内企業物価 (前年比)	%	2.2	0.1	▲ 1.8	0.1
全国消費者物価 ( " ) (消費税要因を除く)	%	0.8	0.6	▲ 0.5	▲ 0.4
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)			(0.2)	(▲ 0.9)	
完全失業率	%	2.4	2.4	3.1	3.6
鉱工業生産 (前年比)	%	0.3	▲ 3.6	▲ 10.2	7.5
経常収支	兆円	19.6	20.1	13.2	16.9
名目GDP比率	%	3.6	3.6	2.5	3.1
為替レート	円/ドル	110.9	108.7	105.9	105.0
無担保コールレート(0/N)	%	▲ 0.05	▲ 0.03	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	0.05	▲ 0.10	0.02	0.05
通関輸入原油価格	ドル/バレル	72.0	67.9	40.4	47.5

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前年度比。

無担保コールレートは年度末の水準。

季節調整後の四半期統計をベースにしているため統計上の誤差が発生する場合もある。

(前期比)

	単位	2019年度 通期	2020年度			2021年度		
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
実質GDP	%	0.0	▲ 5.5	▲ 6.1	6.1	3.0	0.8	1.5
民間需要	%	▲ 0.5	▲ 6.5	▲ 5.8	3.2	2.7	1.0	2.0
民間最終消費支出	%	▲ 0.5	▲ 5.9	▲ 6.3	6.4	4.0	1.6	2.1
民間住宅	%	0.6	▲ 10.3	▲ 6.4	▲ 8.4	▲ 1.6	0.3	1.0
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 8.5	▲ 5.3	▲ 4.6	▲ 0.8	▲ 0.2	2.0
公的需要	%	2.5	1.9	0.9	2.0	1.0	0.6	0.1
政府最終消費支出	%	2.3	1.7	0.8	2.1	1.0	0.6	0.2
公的固定資本形成	%	3.3	2.3	1.3	1.3	0.9	0.5	▲ 0.4
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 2.9	▲ 8.4	▲ 12.7	▲ 4.1	▲ 4.7	▲ 4.8	▲ 4.5
輸出	%	▲ 2.6	▲ 14.3	▲ 16.8	12.4	8.6	3.4	3.0
輸入	%	▲ 1.5	▲ 8.0	▲ 4.9	▲ 7.3	3.4	4.1	2.7
内需寄与度(前期比)	%	0.2	▲ 4.3	▲ 4.5	1.8	2.3	1.0	0.8
民間需要( " )	%	▲ 0.4	▲ 4.8	▲ 4.7	1.6	2.0	0.8	0.9
公的需要( " )	%	0.6	0.5	0.2	0.3	0.3	0.2	▲ 0.1
外需寄与度( " )	%	▲ 0.2	▲ 1.0	▲ 2.0	1.7	0.7	▲ 0.1	0.1
デフレーター(前年比)	%	0.8	0.9	1.3	0.6	0.3	0.2	0.4
完全失業率	%	2.4	3.1	2.9	3.4	3.6	3.7	3.5
鉱工業生産(前期比)	%	▲ 3.6	▲ 10.2	▲ 13.1	10.9	7.5	0.8	2.8
住宅着工戸数(年率換算)	万戸	89.0	79.3	81.0	77.5	77.5	75.0	80.0
経常収支	兆円	20.1	13.2	6.0	7.2	16.9	8.5	8.4
貿易収支	兆円	0.7	▲ 1.3	▲ 0.3	▲ 1.0	1.7	0.5	1.2
外国為替レート	円/円	108.7	105.9	106.9	105.0	105.0	105.0	105.0
通関輸入原油価格	円/バレル	67.9	40.4	35.8	45.0	47.5	46.5	48.5

(前年同期比)

	単位	2019年度 通期	2020年度			2021年度		
			通期	上期	下期	通期	上期	下期
名目GDP	%	0.8	▲ 4.7	▲ 7.0	▲ 2.4	3.4	4.7	2.1
実質GDP	%	0.0	▲ 5.5	▲ 8.1	▲ 2.8	3.0	4.4	1.6
民間需要	%	▲ 0.5	▲ 6.5	▲ 9.0	▲ 3.8	2.7	3.2	2.2
民間最終消費支出	%	▲ 0.5	▲ 5.9	▲ 9.1	▲ 2.6	4.0	5.5	2.6
民間住宅	%	0.6	▲ 10.3	▲ 9.8	▲ 10.7	▲ 1.6	▲ 4.3	1.2
民間企業設備	%	▲ 0.3	▲ 8.5	▲ 9.0	▲ 8.1	▲ 0.8	▲ 3.1	1.6
公的需要	%	2.5	1.9	1.7	1.9	1.0	1.6	0.3
政府最終消費支出	%	2.3	1.7	1.5	1.8	1.0	1.6	0.3
公的固定資本形成	%	3.3	2.3	2.2	2.4	0.9	1.6	0.2
財貨・サービスの純輸出	兆円	▲ 2.9	▲ 8.4	▲ 12.7	▲ 4.1	▲ 4.7	▲ 4.8	▲ 4.5
輸出	%	▲ 2.6	▲ 14.3	▲ 19.0	▲ 9.6	8.6	12.3	5.1
輸入	%	▲ 1.5	▲ 8.0	▲ 8.8	▲ 7.3	3.4	1.5	5.3

国内企業物価 (前年比)	%	0.1	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.7	0.1	▲ 0.7	0.9
全国消費者物価 ( " )	%	0.6	▲ 0.5	▲ 0.1	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.7	▲ 0.1
完全失業率	%	2.4	3.1	2.9	3.4	3.6	3.7	3.5
鉱工業生産(前年比)	%	▲ 3.6	▲ 10.2	▲ 16.5	▲ 3.6	7.5	11.8	3.6

(注)消費者物価は生鮮食品を除く総合。予測値は当総研による。

# 予測表(四半期)

(→予測)

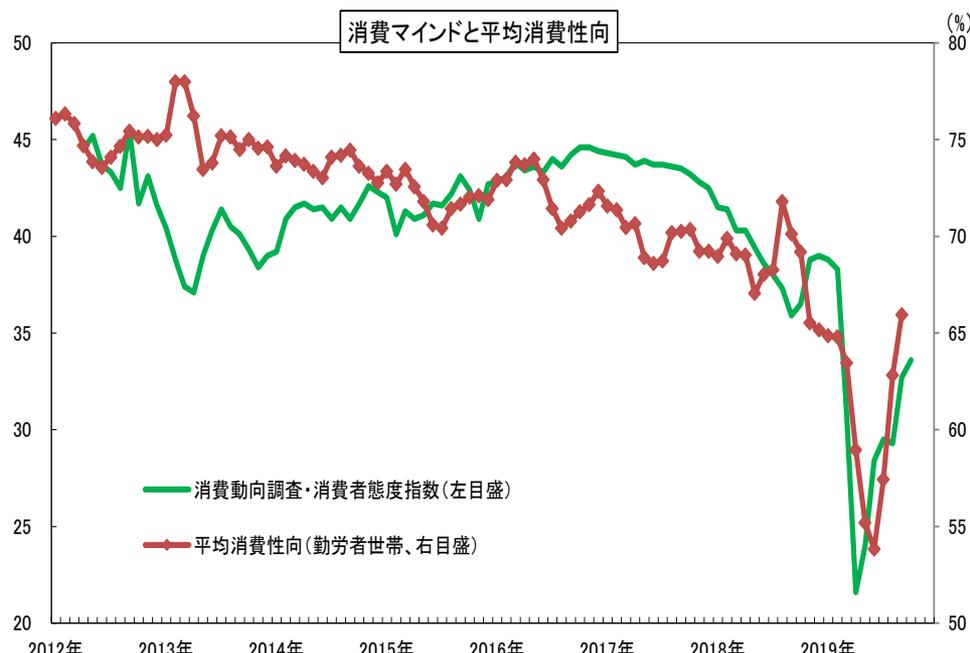
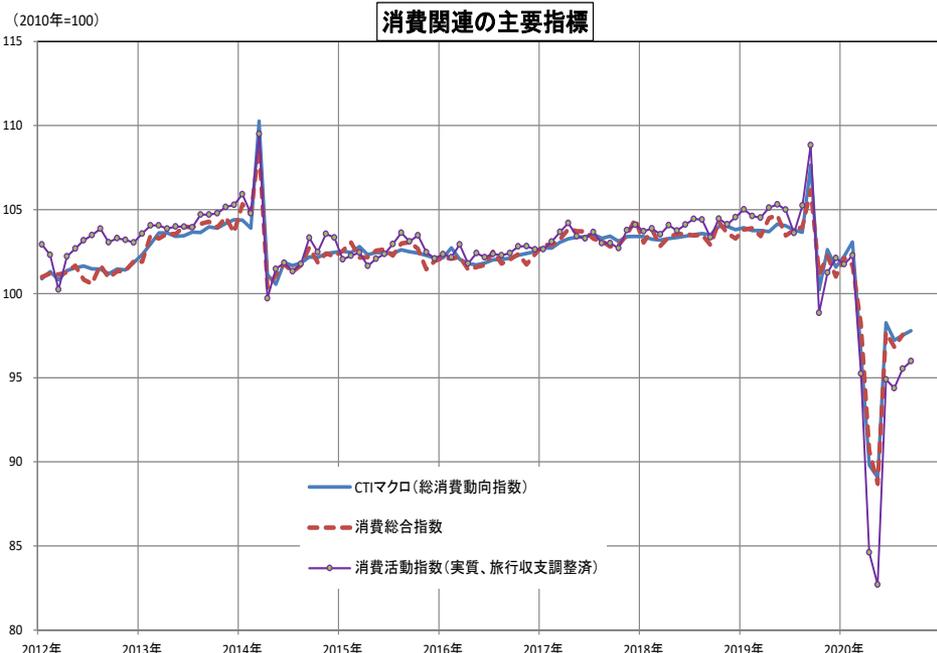
	単位	2019年				2020年				2021年				2022年
		1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期	1~3月期
名目GDP	%	1.2	0.5	0.4	▲ 1.5	▲ 0.4	▲ 7.8	5.2	0.8	0.1	0.5	1.4	▲ 0.4	1.1
(年率換算)	%	5.0	2.0	1.5	▲ 5.7	▲ 1.7	▲ 27.7	22.7	3.2	0.4	2.0	5.8	▲ 1.7	4.4
実質GDP	%	0.7	0.4	0.0	▲ 1.8	▲ 0.6	▲ 8.2	5.0	1.1	▲ 0.0	0.1	1.3	▲ 0.2	0.9
(年率換算)	%	2.9	1.6	0.2	▲ 7.1	▲ 2.3	▲ 28.8	21.4	4.6	▲ 0.1	0.6	5.3	▲ 0.9	3.4
民間需要	%	0.1	0.6	0.1	▲ 3.2	▲ 0.4	▲ 6.6	1.3	1.1	▲ 0.2	1.0	1.3	0.0	0.7
民間最終消費支出	%	0.1	0.5	0.4	▲ 2.9	▲ 0.7	▲ 8.1	4.7	1.7	▲ 0.2	0.6	2.1	▲ 0.4	0.8
民間住宅	%	1.4	▲ 0.2	1.3	▲ 2.3	▲ 4.0	▲ 0.5	▲ 7.9	▲ 0.5	0.0	0.2	0.2	0.5	0.5
民間企業設備	%	▲ 0.5	0.8	0.2	▲ 4.8	1.7	▲ 4.5	▲ 3.4	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.5	1.0	1.0
民間在庫変動(寄与度)	%pt	0.1	0.0	▲ 0.3	0.0	▲ 0.1	0.4	▲ 0.2	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.1	▲ 0.1
公的需要	%	0.5	1.1	0.9	0.4	▲ 0.0	▲ 0.1	1.9	▲ 0.2	0.7	▲ 0.1	0.7	▲ 0.8	0.4
政府最終消費支出	%	0.1	1.0	0.9	0.3	0.0	▲ 0.4	2.2	▲ 0.5	0.8	▲ 0.3	1.0	▲ 1.0	0.5
公的固定資本形成	%	2.5	1.5	0.8	0.7	▲ 0.3	1.2	0.4	0.8	0.3	0.5	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.1
輸出	%	▲ 1.7	0.1	▲ 0.6	0.4	▲ 5.3	▲ 17.4	7.0	1.0	1.0	1.5	2.8	▲ 1.0	2.5
輸入	%	▲ 4.5	1.8	0.7	▲ 2.4	▲ 4.1	2.2	▲ 9.8	2.0	1.5	1.8	3.0	▲ 0.8	1.0
国内需要寄与度	%pt	0.2	0.7	0.3	▲ 2.3	▲ 0.3	▲ 4.9	2.1	0.8	0.1	0.2	1.4	▲ 0.2	0.6
民間需要寄与度	%pt	0.1	0.4	0.1	▲ 2.4	▲ 0.3	▲ 4.9	1.6	0.8	▲ 0.1	0.2	1.2	0.0	0.5
公的需要寄与度	%pt	0.1	0.3	0.2	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.5	▲ 0.1	0.2	▲ 0.0	0.2	▲ 0.2	0.1
海外需要寄与度	%pt	0.5	▲ 0.3	▲ 0.2	0.5	▲ 0.2	▲ 3.2	2.9	0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.2
GDPデフレーター(前年比)	%	0.2	0.4	0.6	1.2	0.9	1.4	1.1	0.6	0.5	0.2	0.3	0.4	0.5
国内企業物価 (前年比)	%	0.9	0.6	▲ 0.9	0.2	0.5	▲ 2.1	▲ 1.5	▲ 1.9	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.5	1.2
全国消費者物価 ( " )	%	0.8	0.8	0.5	0.6	0.6	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.3	0.1
(消費税要因を除く)					(▲ 0.3)	(▲ 0.3)	(▲ 1.0)	(▲ 1.1)						
(消費税要因・教育無償化政策の影響を除く)					(0.3)	(0.3)	(▲ 0.3)	(▲ 0.4)	(▲ 0.6)	(▲ 0.8)				
完全失業率	%	2.5	2.4	2.3	2.3	2.4	2.8	3.0	3.2	3.5	3.7	3.6	3.5	3.4
鉱工業生産 (前期比)	%	▲ 2.1	0.0	▲ 1.1	▲ 3.6	0.4	▲ 16.9	8.7	5.8	1.2	▲ 0.5	1.5	1.0	2.0
経常収支(季節調整値)	兆円	5.0	5.0	4.8	5.4	5.0	2.0	4.0	3.5	3.7	4.0	4.5	4.1	4.3
名目GDP比率	%	3.6	3.6	3.5	3.9	3.6	1.6	3.0	2.6	2.8	3.0	3.3	3.0	3.1
為替レート	円/ドル	110.2	109.9	107.3	108.7	108.9	107.6	106.2	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0	105.0
無担保コールレート(O/N)	%	▲ 0.05	▲ 0.06	▲ 0.06	▲ 0.03	▲ 0.03	▲ 0.04	▲ 0.04	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05	▲ 0.05
新発10年物国債利回り	%	▲ 0.02	▲ 0.08	▲ 0.20	▲ 0.09	▲ 0.04	0.00	0.02	0.03	0.03	0.03	0.05	0.05	0.05
通関輸入原油価格	F <sub>油</sub> /バレル	63.5	72.0	66.3	65.6	67.8	30.7	40.9	45.0	45.0	46.0	47.0	48.0	49.0

(資料)内閣府、経済産業省、総務省統計局、日本銀行の統計資料より作成(予測は農林中金総合研究所)

(注)全国消費者物価は生鮮食品を除く総合。断り書きのない場合、前期比。

## ● 民間消費

- 各種「GoToトラベル・キャンペーン」が開始され、宿泊業・旅客運輸業など観光関連や飲食サービス業などに一定の下支え効果があったが、高齢者を中心に自粛ムードも根強く、戻り切れないのが実情
- 20年度の春季賃金上昇率は低調だったほか、所定外給与・夏季賞与も減少したが、企業業績の悪化により冬季賞与も減少する見込みであり、家計の所得環境は一段と厳しくなりつつある
- 新型コロナの感染予防に向けた「新しい生活様式」への対応はサービス消費の回復に上限を設けることになっているほか、感染再拡大の動きが広がる中、自粛ムードも根強く、20年度下期にかけて消費回復ペースは鈍化する可能性も
- 民間最終消費支出は、20年度：前年度比▲5.9%（10～12月期：同1.7%）、21年度：同4.0%と予測



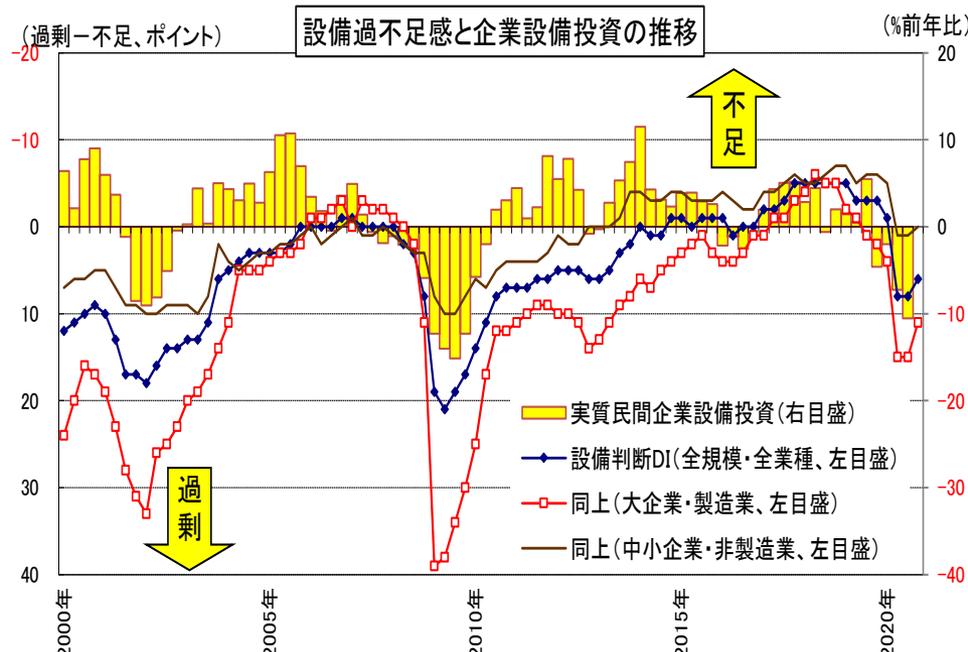
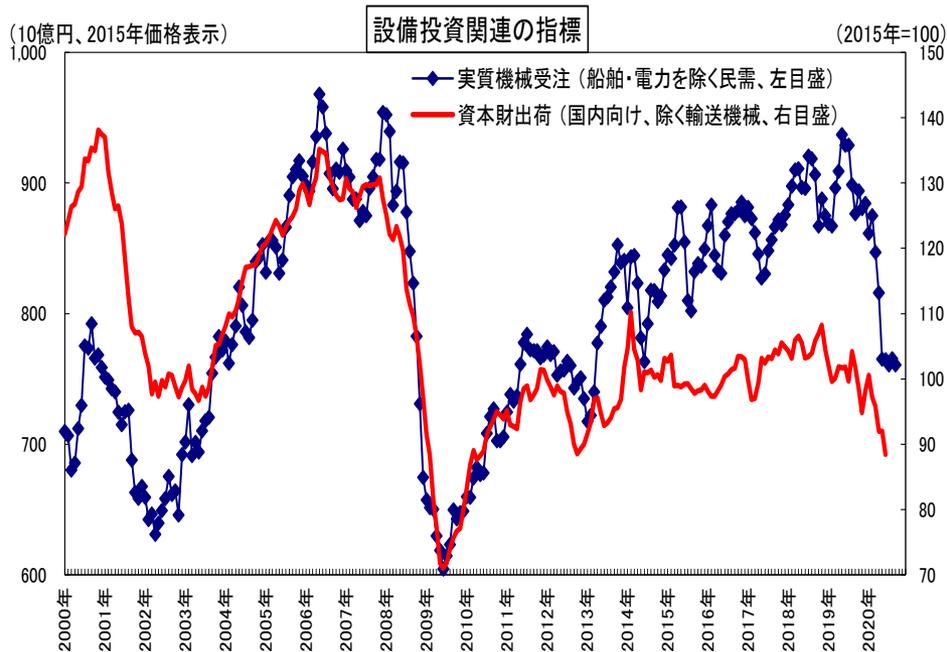
(資料)内閣府、総務省統計局、日本銀行

(資料)内閣府経済社会総合研究所、総務省統計局 (注)平均消費性向は3ヶ月移動平均

<https://www.nochuri.co.jp/>

## 企業設備投資

- 20年度の設備投資計画は時間経過とともに下方修正されてきた
  - 日銀短観9月調査では、前年度比▲1.0%(全産業+金融・持株等、ソフトウェア・研究開発を含む、土地投資額を除くベース)へ下方修正
- サービス業などで売上の急回復が見込みがたいことから、慢性的に需要不足状態となる企業を中心に先行き供給能力の削減を余儀なくされる企業が増える可能性
- 中長期的に見れば、省力化・省人化ニーズは高いとみられるものの、当面は調整色の強い動きが想定される
- 20年度:前年度比▲8.5%、21年度:同▲0.8%(3年連続の減少)と予測



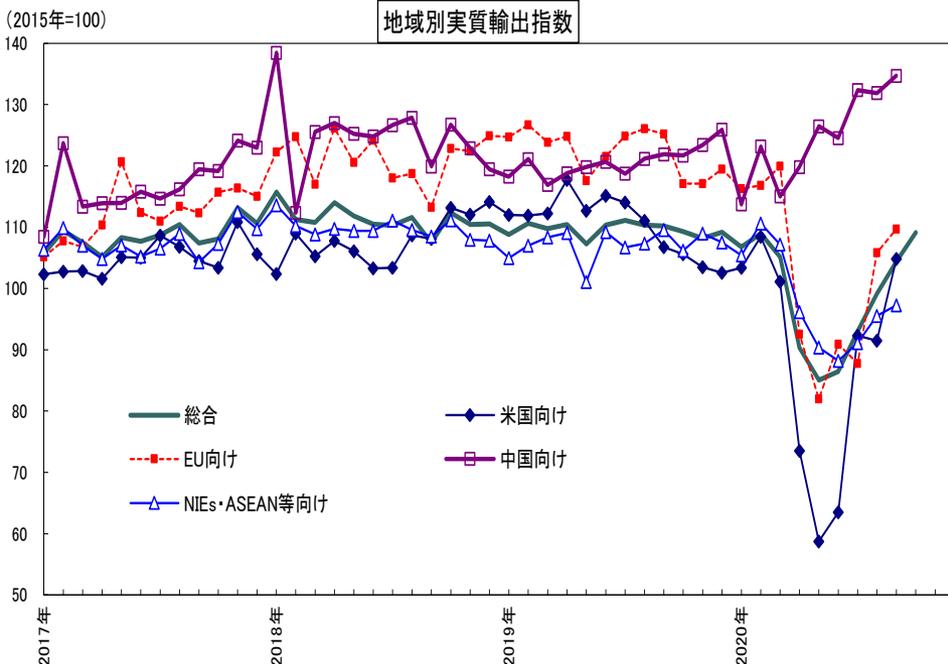
(資料)経済産業省、内閣府、日本銀行 (注)3ヶ月移動平均。企業物価の資本財指数で実質化。

(資料)内閣府、日本銀行 (注)設備判断DIの最後の期はその直前の期における見直し

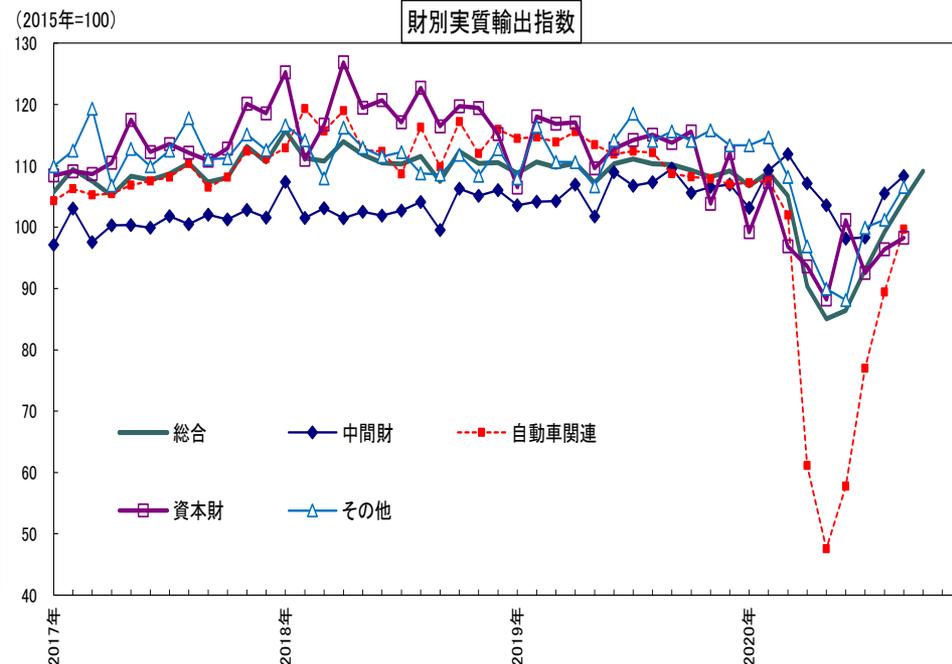
<https://www.nochuri.co.jp/>

## ● 輸出入動向

- 海外経済の持ち直しに牽引され、輸出は回復傾向
  - 地域別にみると、中国向けはコロナ前の水準を既に上回ったほか、米国向けも回復が著しいが、それ以外の国・地域向けはやや出遅れ感も
  - 財別にみると、落ち込みが激しかった自動車関連が大きくリバウンドしたほか、情報関連も持ち直しているが、資本財、中間財の動きは鈍い
- 20年度の輸出は、年度上期に新型コロナの影響がことから前年度比▲14.3%と大幅減、21年度は同8.6%の増加ながらも、前年度の落ち込みからの戻りは鈍い
- 国内景気も低調な状態が続くことから20年度の輸入は同▲8.0%と2年連続の減少、21年度は3.4%へ回復
- 20年度の経常収支は13.2兆円(黒字幅は19年度(20.1兆円)から縮小)、21年度は16.9兆円の黒字と予測



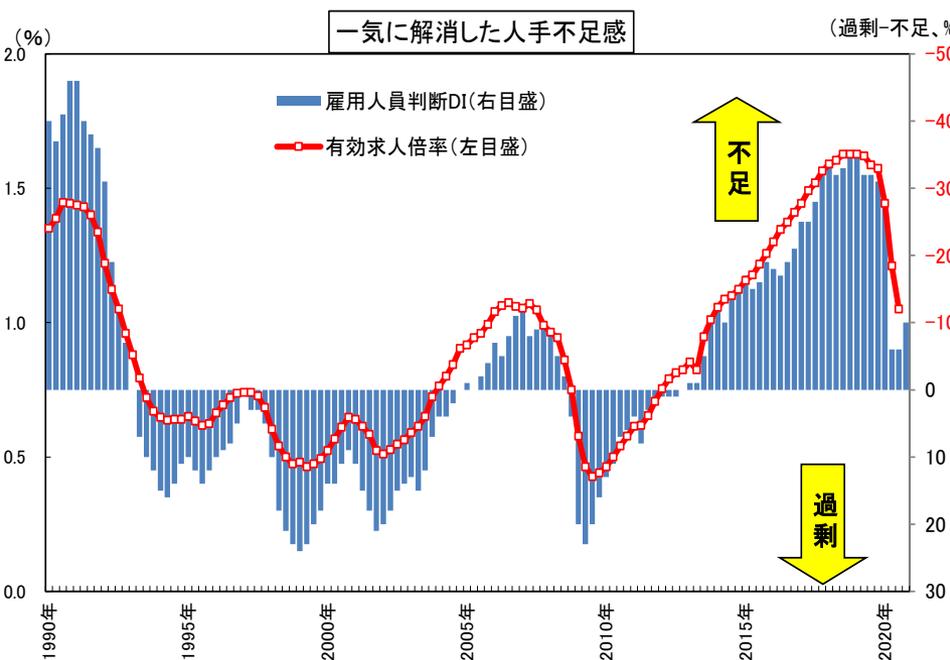
(資料) 日本銀行 (注) 日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算



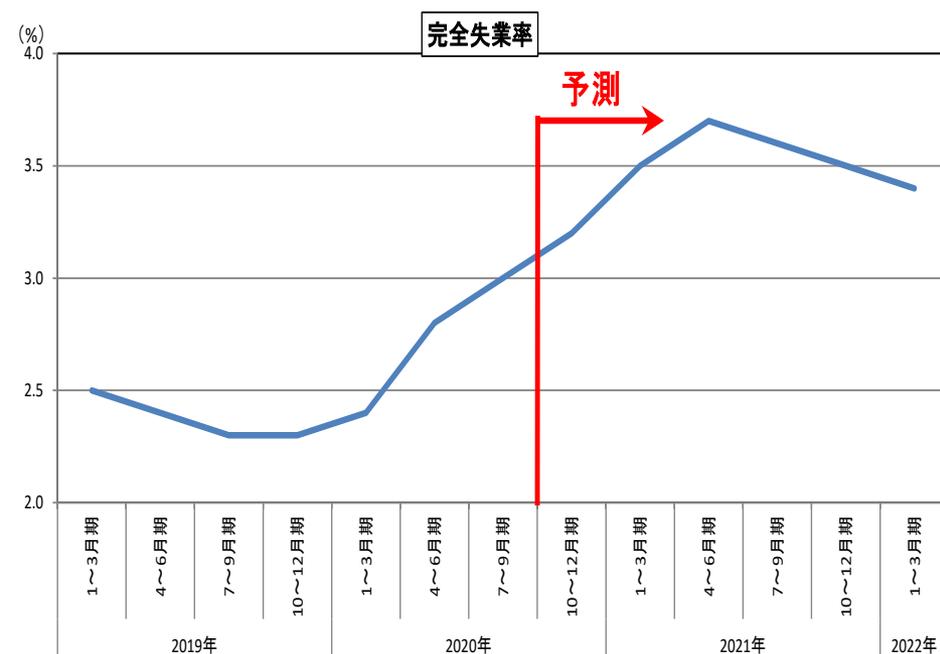
(資料) 日本銀行 (注) 日本銀行が貿易統計(財務省作成)と輸出入物価指数(日本銀行作成)を用いて試算

## ● 雇用情勢

- 景気は持ち直し基調であるが、雇用関連指標のほとんどはまだ悪化が継続
  - 失業率は3年ぶりに3%台まで上昇
  - コロナ前は1.5倍超だった有効求人倍率も1.0倍近傍まで低下
  - 労働投入量(=総労働時間×常用雇用者数)の減少は顕著
  - 7～9月期の休業者(勤め先・事業の都合)は43万人に減少したが、コロナ前(10万人台)と比べて多い
  - 21年春の大卒予定者の就職内定率(10月1日時点、69.8%)は昨年同時期から7ポイントの大幅低下
- 失業率は20年度:3.1%、21年度:3.6%と予測
  - 21年央にかけて4%近くまで上昇した後、緩やかに低下(22年1～3月期は3.4%)



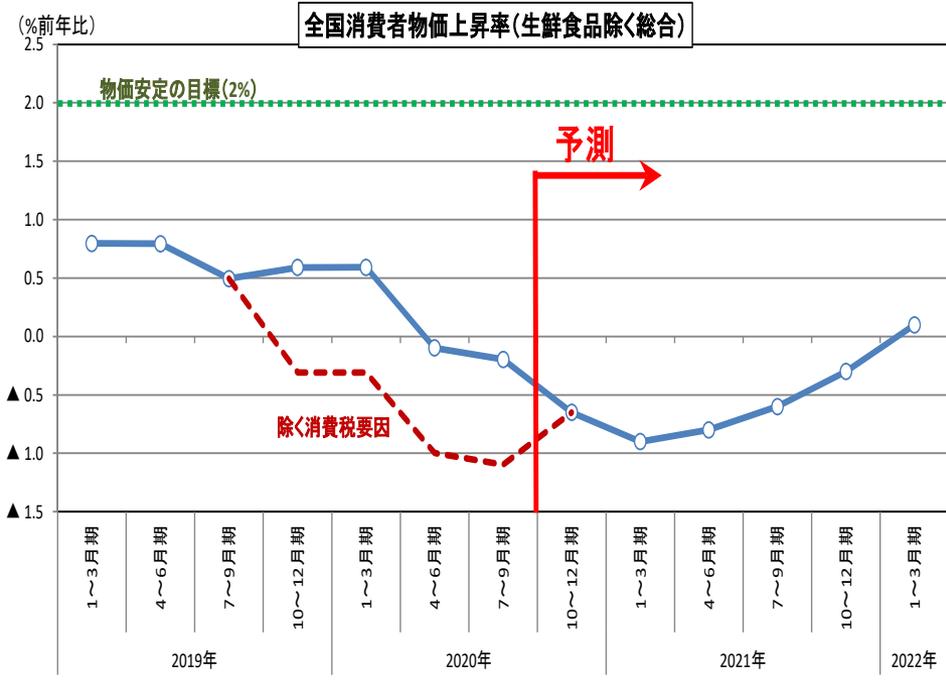
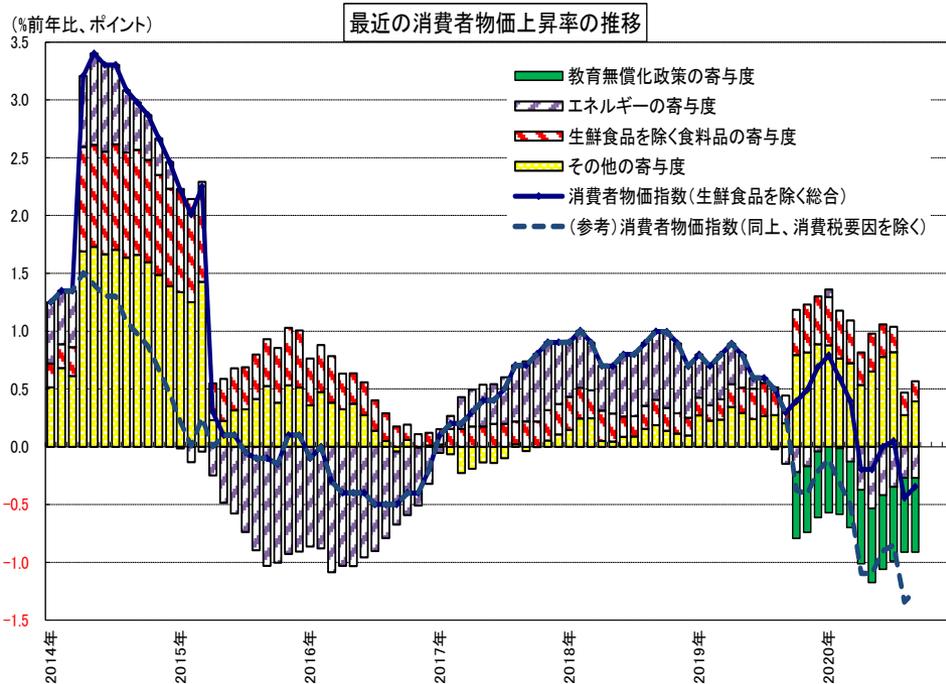
(資料)総務省統計局、日本銀行 (注)DIは全規模・全産業(除く金融機関)



(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

## ● 物価動向

- 20年9月の全国消費者物価(生鮮食品を除く総合、以下同じ)は前年比▲0.3%と、2ヶ月連続の下落、消費税要因を除けば同▲1%台前半の下落と推測される
  - 消費税率10%への引上げは19年10月~20年9月の物価上昇率を0.9ポイント押し上げた一方で、幼児教育無償化は同期間の物価上昇率を0.6ポイント、高等教育無償化は20年度を通じて0.1ポイント、それぞれ押し下げたと考えられる
  - 消費税要因が一巡した10月の東京都区部消費者物価は同▲0.5%(9月:同▲0.2%)へ下落幅を拡大
- 20年度の消費者物価(生鮮食品を除く総合)は前年度比▲0.5%(消費税要因を除くと同▲0.9%)と4年ぶりの下落、21年度も同▲0.4%で、年度末にはプラスに転じるものの、日銀が目標とする前年比2%は見通せない状況



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

(資料)総務省統計局データを用いて、農林中金総合研究所が作成

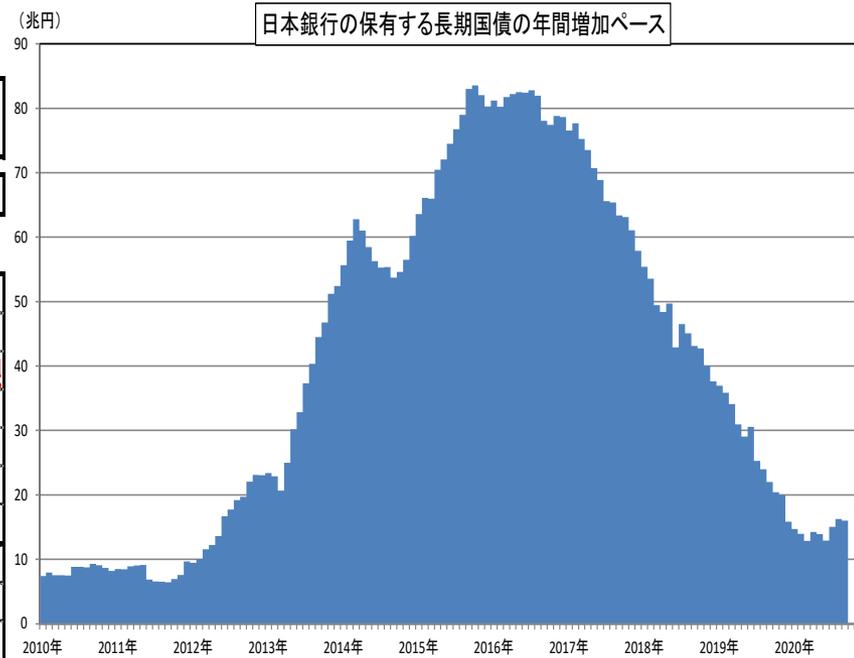
# 5 金融政策の見通し

- 金融市場の安定化と企業金融支援に注力
  - － コロナ禍に対し、日本銀行は金融市場の安定化に加え、企業金融支援に万全を期するなど、手厚い対策を講じてきた
    - ①総枠140兆円規模の「特別プログラム」の導入
      - － 最大約120兆円規模となる「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の導入
      - － CP・社債等の買入れ額を上限約20兆円まで拡充
    - ②国債買入れやドル資金供給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
    - ③ETF、J-REITについても、当面、それぞれ年間約12兆円、同約1,800億円に相当する残高増加ペースを上限に、積極的な買入れを行う方針を示す
  - － 必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針を表明

資産買入れ方針とバランスシートの見通し

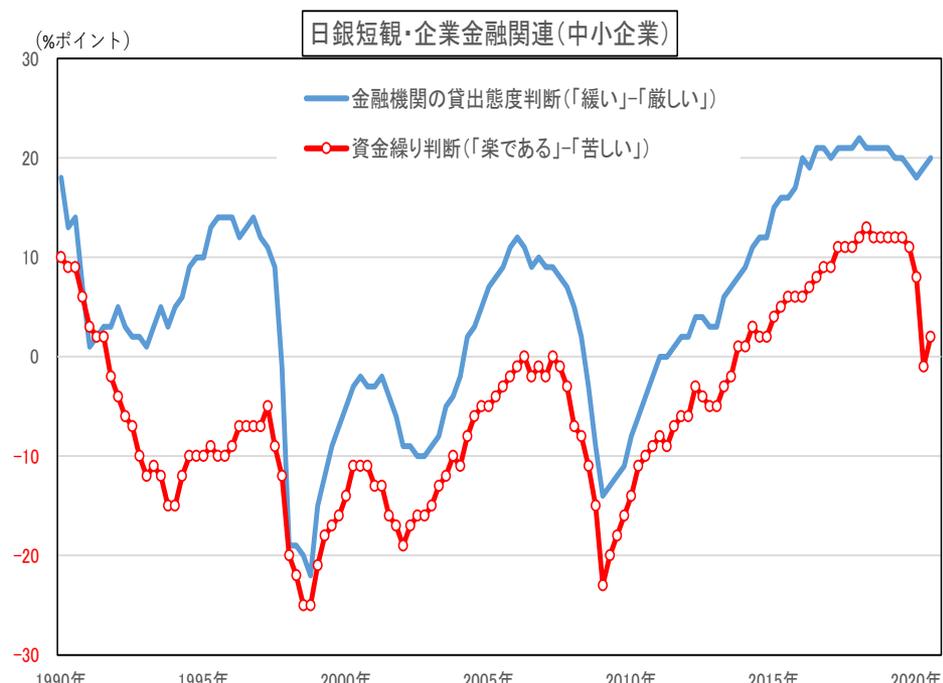
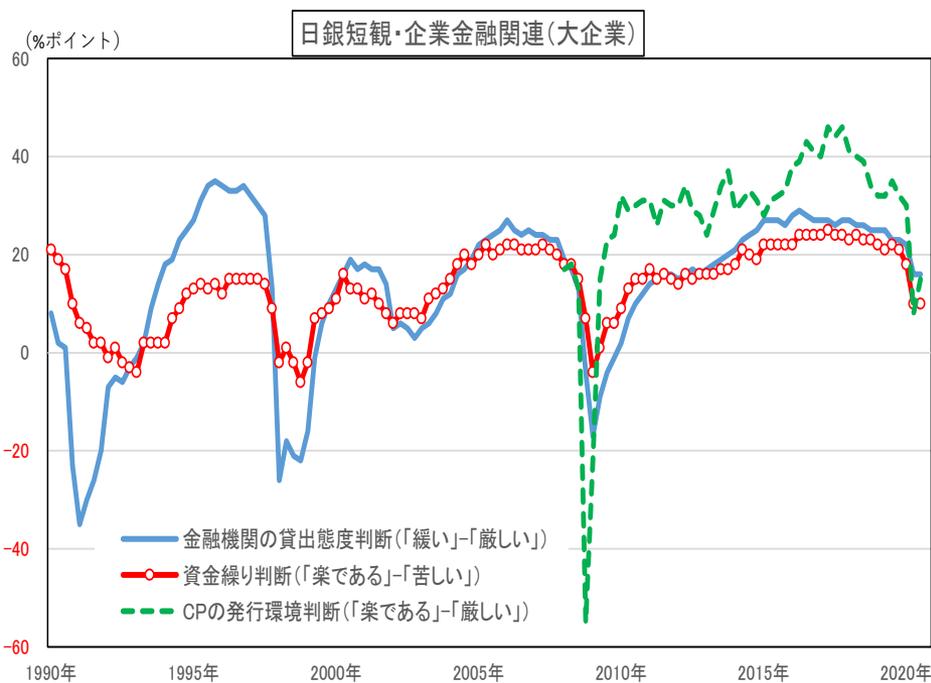
	(兆円)									
	2012年末	13年末	14年末	15年末	16年末	17年末	18年末	19年末	20年10月末	今後の年間増加ペース
マネタリーベース	138	202	276	356	437	480	504	518	608	拡大方針
(バランスシート項目の内訳)										
長期国債	89	142	202	282	361	419	456	472	491	上限を設けず
CP等	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2	2.0	2.2	4.5	約9.5兆円を上限
社債等	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	5.7	約10.5兆円を上限
ETF	1.5	2.5	3.8	6.9	11.1	17.2	23.5	28.3	34.8	当面約12兆円
JREIT	0.11	0.14	0.18	0.27	0.36	0.45	0.50	0.55	0.64	当面約1,800億円
貸出支援基金	3.3	9	24	30	41	50	47	50	62	-
その他も資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	698	
銀行券	87	90	93	98	102	107	110	113	114	
当座預金	47	107	178	253	330	368	389	401	489	
その他も負債・純資産計	158	224	300	383	476	521	552	573	698	

(資料)日本銀行 (注)20年10月末の長期国債、ETF、JREIT保有額は19年10月末からそれぞれ17兆円、6.9兆円、1,059億円の増加。



(注)日本銀行資料より作成

- 当面は企業等の資金繰り支援などに引き続き努めていく方針
  - － 金融政策運営はコロナ禍による企業倒産・失業の大量発生を未然に防ぐ危機対応モードにシフト
    - もちろん、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」を継続する方針に変更はない
    - 当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる方針を表明
  - － コロナ禍によって企業の資金繰りは厳しくなったものの、過去の危機発生時（バブル崩壊後、金融危機下、リーマン・ショック後）と比べると、政府・日銀による手厚いサポートの効果が窺える



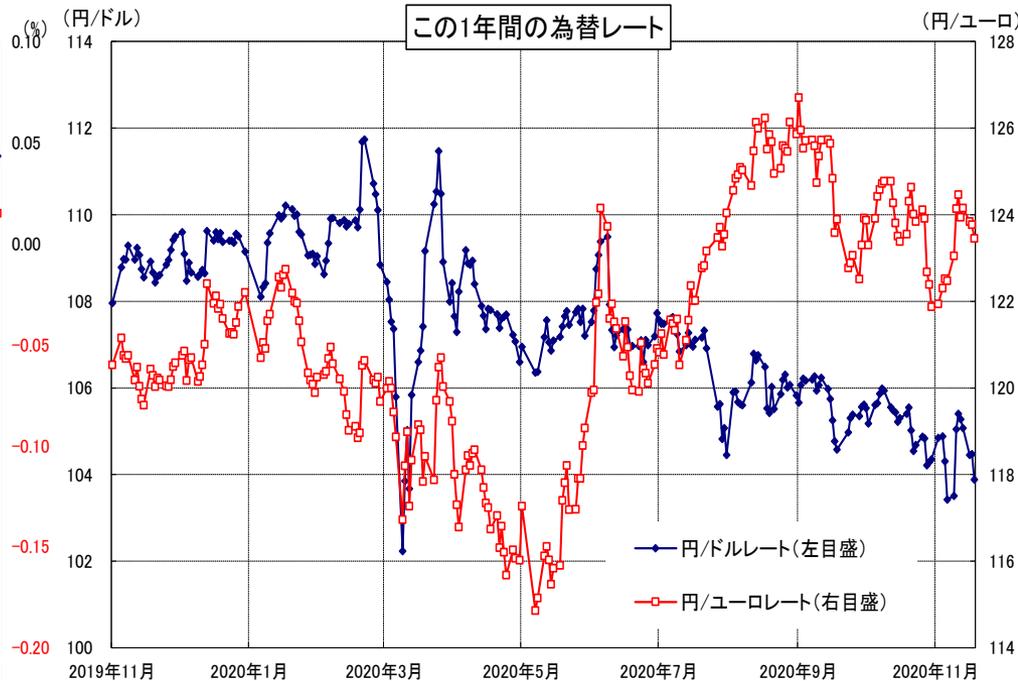
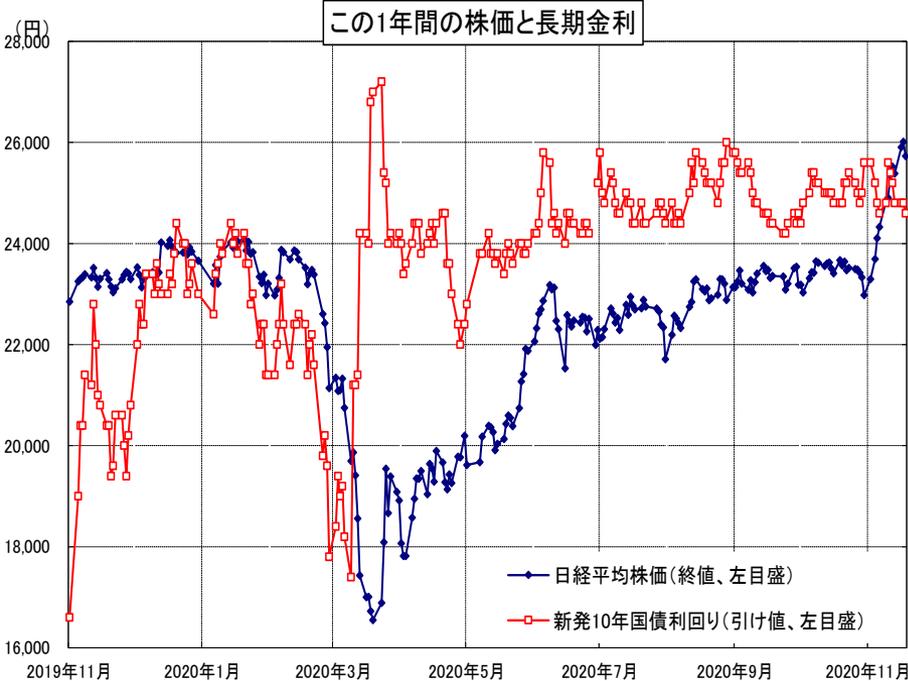
(資料)日本銀行

(資料)日本銀行

# 6 金融市場の見通し

## 市場概況

- 主要国の政府・中央銀行による手厚いコロナ対策によって金融資本市場の混乱は3月までに収束、4～6月期のGDP大幅悪化の下でも落ち着いた動きを継続
- 新型コロナの感染状況やワクチン開発の情報に一喜一憂しつつも、過剰流動性などを背景に株価は底堅い動きを継続
- 7月初にかけて国債の増発への警戒から超長期ゾーンの金利に上昇圧力が加かったが、現状レベルの金融緩和の長期化予想が強まり、その後は上げ渋る展開
- 直近は、米国でバイデン政権が発足しても、連邦議会のねじれ現象によって公約だった大企業や富裕層への課税強化は困難との見方が広がったほか、新型コロナのワクチン開発への期待感から、リスクオンの流れが強まり、日経平均株価は29年ぶりの高値水準を回復



(資料)Nikkei Financial Quest

(資料)Nikkei Financial Quest

(注)ともに東京市場の17時時点のレート。

<https://www.nochuri.co.jp/>

## ● 当面の見通し

### － 長期金利

- 追加経済対策などに絡む国債増発圧力や内外景気の持ち直し傾向に伴い、長期金利(特に超長期ゾーン)に上昇圧力が高まる場面も想定されるが、操作目標(10年ゼロ%)で推移するように、日銀は上限を設けずに必要な金額の買い入れを行う方針であり、しばらくゼロ%近傍での推移が見込まれる

### － 株価

- 過剰流動性の発生により、株式市場に資金が流入しやすいほか、足元では新型コロナのワクチン開発などへの期待などから、株価は堅調に推移
- 感染再拡大への懸念もあり、今後調整する局面も想定されるが、年間12兆円程度を上限とする日銀によるETF買入れは株価を下支えするだろう

### － 為替レート

- 主要国はいずれも最大限の財政・金融政策を打っており、為替レートは方向感の乏しい展開を見込む
- 米バイデン新政権が「強いドル」を志向するかにも注目が集まる

金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目		2020年		2021年		
		11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 (%)		-0.035	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)		-0.0550	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00	-0.10~0.00
国債利回り	20年債 (%)	0.380	0.15~0.50	0.20~0.60	0.20~0.60	0.20~0.60
	10年債 (%)	0.015	-0.10~0.10	-0.10~0.15	-0.10~0.15	-0.10~0.15
	5年債 (%)	-0.120	-0.20~0.00	-0.20~0.00	-0.20~0.00	-0.20~0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	103.4	100~115	100~115	100~115	105~120
	対ユーロ (円/ユーロ)	123.5	115~135	115~135	115~135	115~135
日経平均株価 (円)		25,728	26,000±3,000	26,000±3,000	25,500±3,000	25,750±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2020年11月18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。