

情勢判断

国内経済金融

消費・輸出の急回復で4四半期ぶりのプラス成長

～感染再拡大でGoToキャンペーンを一部停止へ

南 武志

要旨

7～9月期の経済成長率は年率21.4%と4四半期ぶりのプラスに転じるなど、緊急事態宣言の発令によって過去最大級の落ち込みとなった4～6月期から一定の回復が見られた。その後も、順次開始された各種「GoTo キャンペーン」事業などの下支えによって持ち直し基調は継続しているとみられるが、ウイルス感染症が流行しやすい冬季を控え、内外では再び感染拡大が広がっており、予断を許さぬ状況が続いている。最近では対コロナ・ワクチンの開発が進むなど、明るい材料も出ているが、それらの接種が広がり、効果が出るまでにはまだ時間がかかることから、しばらく国内景気は低空飛行状態が続くと予想される。

なお、株式市場では、米次期政権の経済政策への思惑やワクチン開発への期待感からリスクオンの流れが強まっており、日経平均株価は29年半ぶりの水準を回復した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年/月	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 (%)	-0.031	-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 (%)	0.385	0.15～0.50	0.20～0.60	0.20～0.60	0.20～0.60
	10年債 (%)	0.020	-0.10～0.10	-0.10～0.15	-0.10～0.15	-0.10～0.15
	5年債 (%)	-0.115	-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)	104.5	100～115	100～115	100～115	105～120
	対ユーロ (円/ユーロ)	123.8	115～135	115～135	115～135	115～135
日経平均株価 (円)	26,165	26,000±3,000	25,500±3,000	25,750±3,000	26,250±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24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。

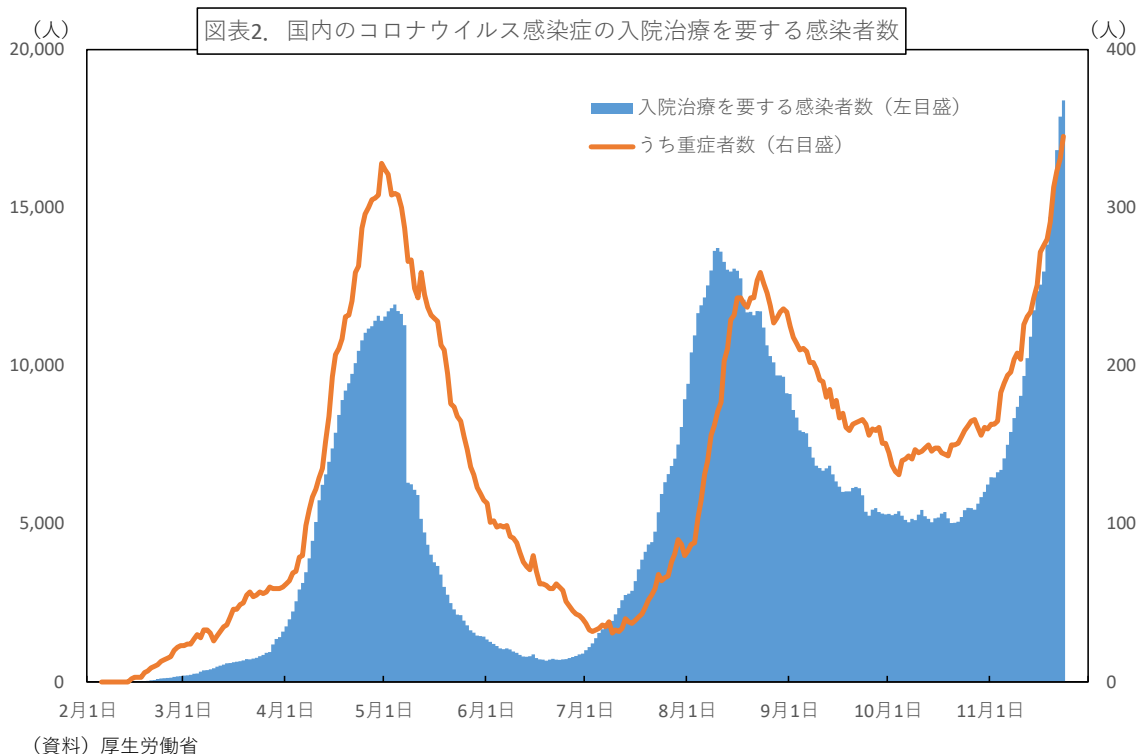
内外で新型コロナの新規感染者数が急増

一般的に、インフルエンザなどのウイルス感染症は気温・湿度とも低下し、かつ人間の免疫力も低下する冬季に流行しやすいとされている。人口の多い北半球が冬季に差し掛かろうとする中、欧米各国では新型コロナウイルス感染症の新規感染者数が急増しており、各国政府は再び外出制限などの厳しい移動制限措置を余儀なくされている。7～9月期には主要国・地域でリバウンドが見られたものの、10～12月期には失速し、二番底を付けるのでは、との見方も強まっている。

国内でも、11月入り後は新規感染者数が増加傾向に転じたが、18日には2,000人を上回り、21日にかけて過去最多の更新が続いた。専門家は、このまま放置すればさらに急速な感染

拡大に至る可能性がある」と警告している。また、重症者数も 345 人（11 月 23 日時点）と、第 1 波ピークの 328 人を上回っている。地域によっては医療供給体制が逼迫しつつあるようだ。

政府は 4～5 月のように全国規模での緊急事態宣言を発出するような状況ではないとしてきたが、21 日には一転、需要喚起策である GoTo キャンペーン事業の運用を見直すことを発表した。今後も入院治療を要する感染者数が増加していけば、医療逼迫が現実となり、さらに厳しい感染防止措置が取られることも想定される。

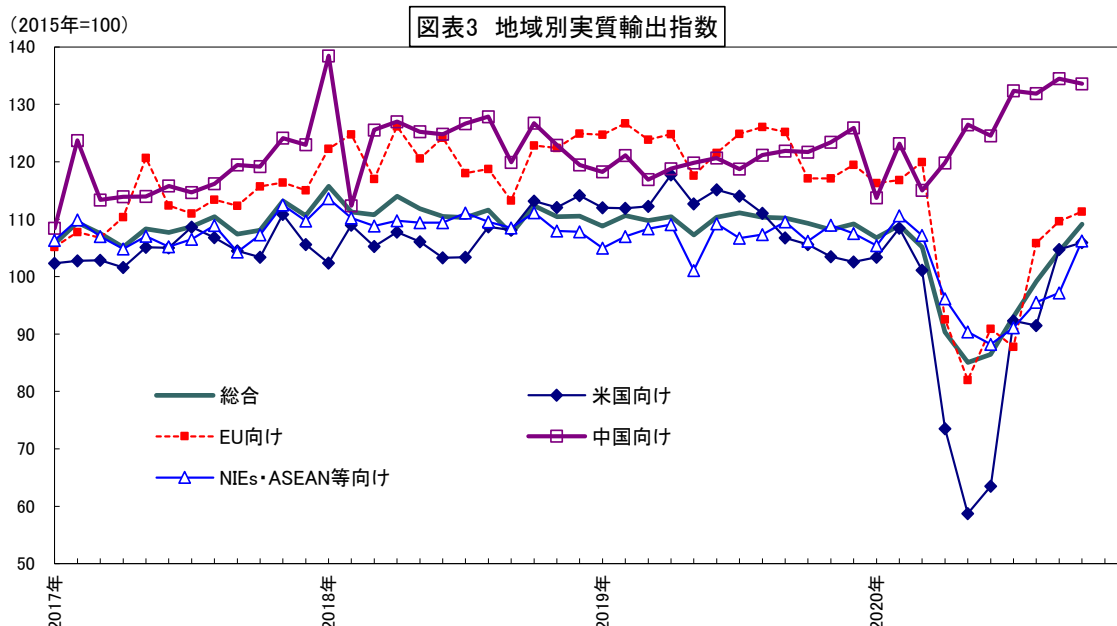


7～9 月期は 52 年ぶりの高成長だが、前期の落ち込みの半分しか取り戻せず

一方、注目された 7～9 月期の GDP 第 1 次速報（1 次 QE）によれば、経済成長率は前期比年率 21.4%と 4 四半期ぶりのプラス成長となった。伸び率も 52 年ぶりの高さとなったが、4～6 月期の落ち込み幅の 56%しか取り戻せていないことを踏まえると、リバウンドは限定的であったといえる。今回のプラス成長は消費と輸出の大幅増によるものであったが、住宅投資や企業設備投資では減少が続くなど、個々の需要項目の動向には温度差も見られた。

なお、西村経済再生相は GDP ギャップが 30 兆円超の印象であると発言している。12 月 5 日に会期末を迎える臨時国会後に追加の経済対策やそれを盛り込んだ第 3 次補正予算案の編成が

本格化することになるが、経済対策も相応の規模になる可能性が高い。



(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

景気は輸出・生産の牽引により回復継続

5月の緊急事態宣言の解除から半年が経過したが、多くの経済指標からは6月以降は経済活動が持ち直し基調をたどっていることが窺える。9月の景気動向指数によれば、CI一致指数は80.8と、5月(71.3)を底に改善傾向となっており、それに基づく基調判断も8月以降は「下げ止まり」と、既に底入れしたことが示唆される。その背景には、中国・米国向けの輸出が底堅く推移し、それに伴って自動車などの生産活動が息を吹き返していることが挙げられる。

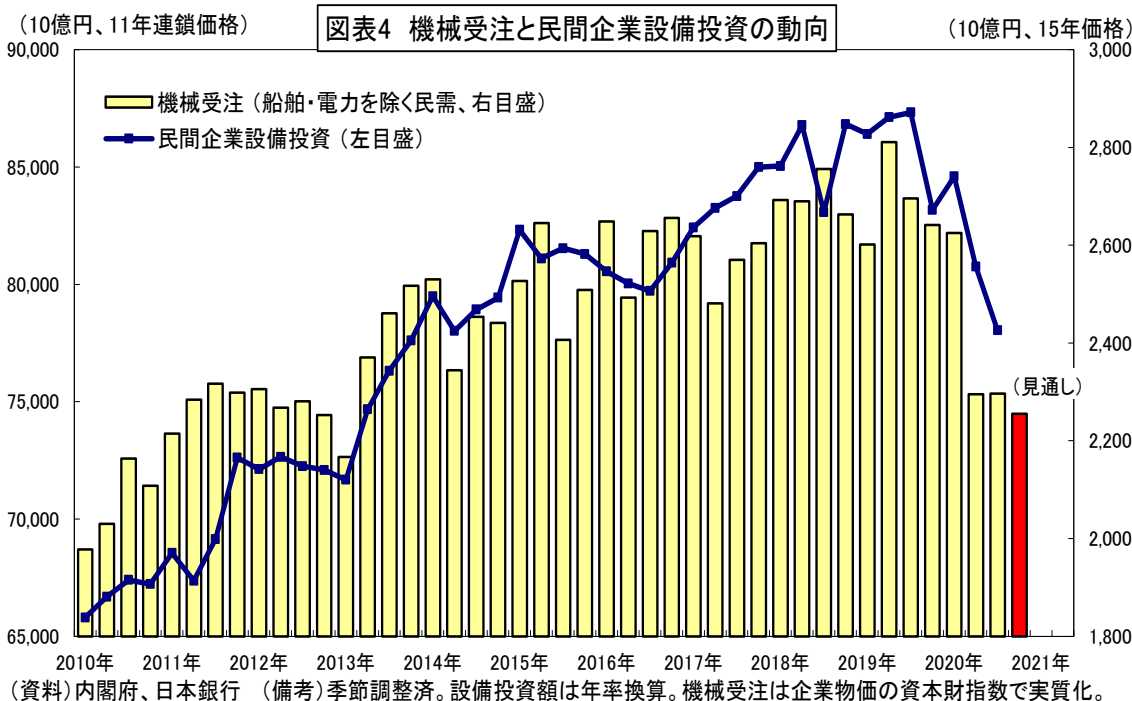
10月の貿易統計を基に日銀が試算した実質輸出指数は前月比6.5%と4ヶ月連続の上昇となった。地域別にみると、中国向けはコロナ禍の影響は軽微であり、かつ底堅く推移するなど、全体を牽引している。また、コロナ禍で大きく落ち込んだ米国向けも自動車関連を中心に急回復したほか、NIEs・ASEAN向けもコロナ前の水準に迫る回復を見せている。一方で、EU向けは出遅れ感がある。

これらの影響によって鉱工業生産も総じて堅調に推移している。6月以降は4ヶ月連続で上昇しており、3~5月の低下分の6割強を取り戻した。上方バイアスを補正した10月分の製造工業予測指数(最頻値)も前月比1.4%と試算されるなど、持ち直し基調は維持しているものと思われる。

国内需要には出遅れも

一方、実質輸入指数は輸出などに比べて回復の動きは鈍いが、その背景には国内需要の出遅れ感がある。GDP 統計の民間消費に近い消費総合指数(内閣府試算)の9月分は前月比1.6%と3ヶ月ぶりの上昇だったが、緊急事態宣言の解除直後の6月に同10.2%と急回復をみせた後は足踏みしている。

しかし、順次開始された「GoTo キャンペーン」事業は、これまで消費の下支えに一定の役割を果たしてきたと思われる。景気ウォッチャー調査などからは GoTo キャンペーンへの期待によって家計部門、企業部門ともに景況感が改善した様子が見て取れる。また、感染再拡大が警戒される中でも、11月の3連休は秋の行楽シーズンが重なり、行楽地や繁華街の人出は多かったようだ。とはいえ、昨今の新型コロナの感染再拡大を受けて、一時的にせよ GoTo キャンペーンを規模縮小することは避けられず、消費回復に水を差される可能性がある。



資本設備や雇用人員に過剰感も

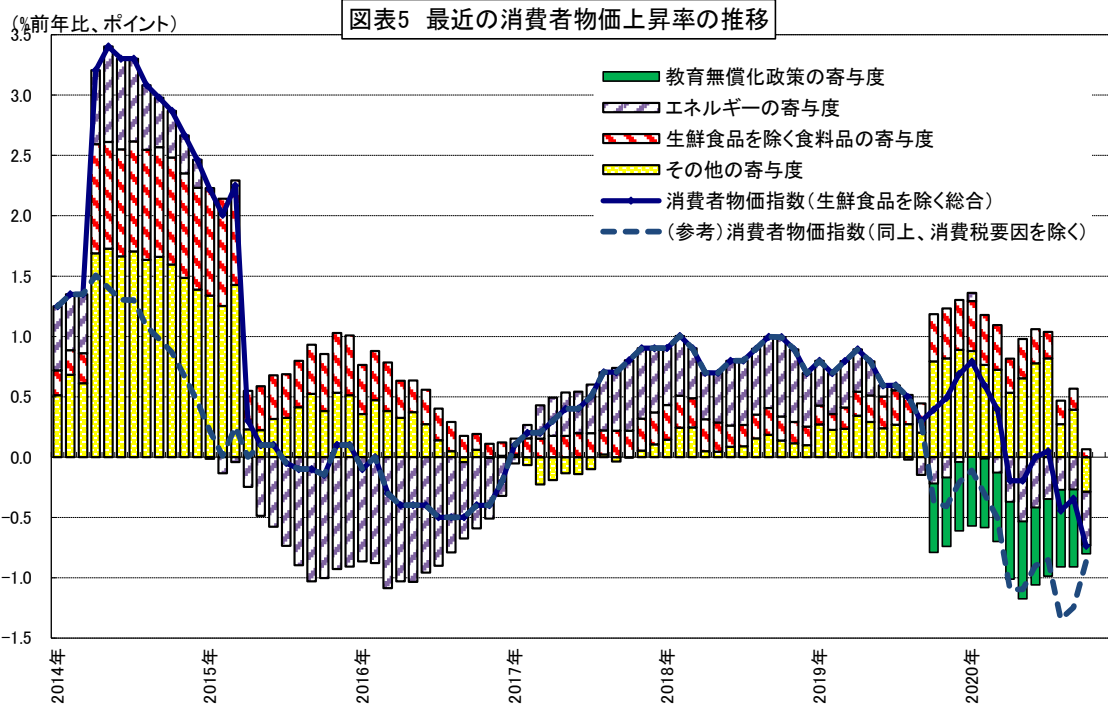
さらに、設備投資関連の指標にはまだ回復の兆しが見えてこない。機械受注統計によれば、代表的な「船舶・電力を除く民需」の9月分は前月比▲4.4%と3ヶ月ぶりの減少、7~9月期を通じても前期比▲0.1%の微減とはいえ、5四半期連続のマイナスであった。先行き10~12月期も減少見通し(内閣府集計)であり、コロナ前の活動水準への回帰が見通せないサービス業を中心に資本設備の過剰感が強いと思われる。加えて、一部企

経済見通し：10～12月期は減速し、その後も低空飛行が続く

業では人員整理など雇用調整に向けた動きも表面化し始めている。約4年ぶりに3%台まで高まった失業率はもう一段上昇する可能性があるだろう。

コロナ克服のため、各国ではワクチンや治療薬の開発が進められてきたが、最近になって複数のワクチンで良好な治験結果が得られたとの報道も出てきた。こうしたワクチンが実用段階に入り、実際に有効であることが確認できれば、内外経済の復興への動きが着実に進むと期待される。しかし、国内での接種は21年半ば以降になるとみられている。現在の感染「第3波」が落ち着いても、しばらくは燻り続ける可能性もあり、経済活動が本格的に回復することは厳しいだろう。

足元10～12月期は2四半期連続のプラス成長が見込まれるが、年率4.6%と急減速することは否めず、続く1～3月期にはマイナス成長に転じる可能性すらある。その結果、20年度は▲5.5%成長と6年ぶりかつ戦後最大のマイナスが見込まれる。21年度はワクチン接種が徐々に広がり、世界全体で持ち直しに向けた動きが強まるほか、来夏に東京五輪パラが開催されることから、年度半ばにかけて成長率がやや高まっていく可能性もあるが、先行き不透明感が高い状況に変わりはない（詳細は後掲レポート「2020～21年度改訂経済見通し」を参照）。

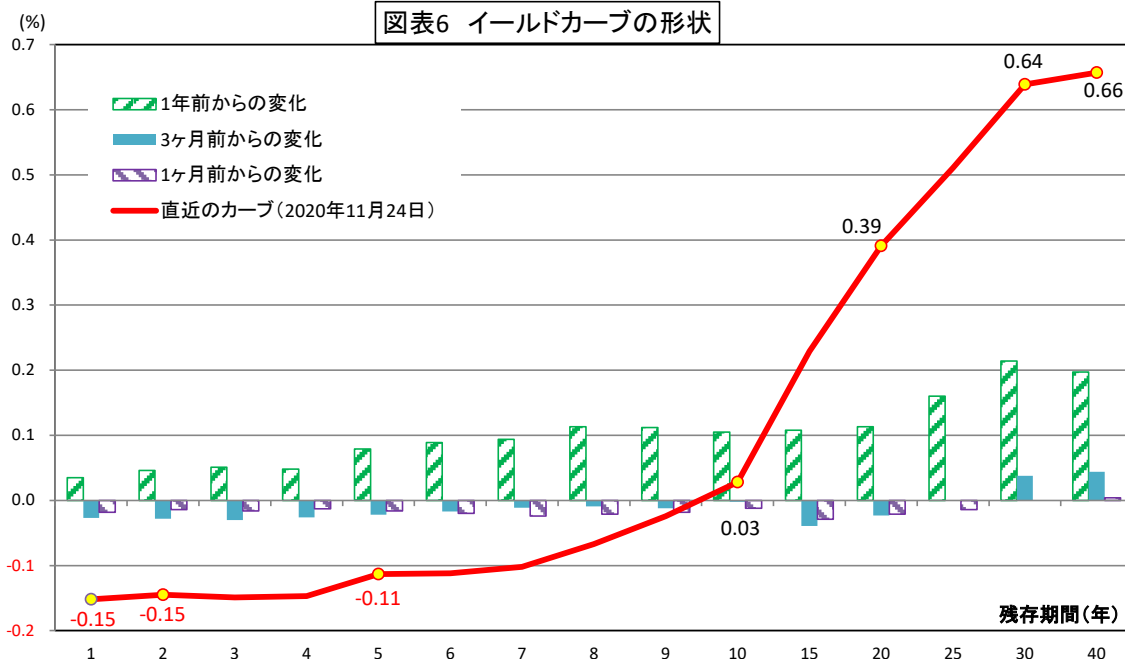


物価動向：20年度 下期も下落継続

10月の全国消費者物価指数のうち、代表的な「生鮮食品を除く総合（コアCPI）」は前年比▲0.7%と3ヶ月連続での下落となり、下落幅も11年3月以来の大きさとなった。19年10月の消費税率引上げの導入から1年が経過し、その効果がほぼ剥落したが、それ以外にも当初除外された東京発着分がGoToトラベル・キャンペーンに加わったことで宿泊料がさらに下落幅を拡大させたこと、エネルギーの下落が強まったことが物価下落を強めた要因として挙げられる（なお、幼児教育無償化政策の押し下げ効果が一巡したことは物価変動率にはプラスの要因であった）。

先行きについても、企業業績が厳しいことから冬季賞与の削減が見込まれるなど、家計の所得環境は厳しさを増すとみられるほか、新型コロナの感染再拡大などで消費の順調な回復は期待できないと思われる。さらに、弱含みでの推移が続くエネルギーについても、21年初にかけて物価押し下げ効果が一段と強まる。しばらく物価下落状態は続くだろう。

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：引き続き 金融市場の安定 と企業の資金繰り 支援策に注力

今回のコロナ禍に対して、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、手厚い対策を打ってきた。基本的な枠組みは2%の「物価安定の目標」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」であるが、新たに①総枠140兆円の「特別プログラム」の導入（最大120兆円規模になりうる

金融市場：現状・見通し・注目点

10年ゾーンはゼロ%近傍での推移

「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の導入と上限20兆円まで拡充したCP・社債等の買入れ)、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、といった強力な金融緩和を講じている。

消費者物価は再び前年比下落に転じ、しばらくは上昇が見込めない状況ではあるが、目下の最優先課題は企業倒産・失業の大量発生を防ぐべく、企業金融支援に注力することであり、21年3月末を期限とする特別プログラムの延長も視野に入っているとみられる。

なお、11月10日、日銀は「地域金融強化のための特別当座預金制度」の導入を発表、地域金融機関の経営基盤強化に向けた取り組みを後押しするため、一定の経営効率化を達成した際に、当座預金残高(所要準備額を除く)に対して0.1%の特別付利を3年間(20~22年度)の時限措置として実施することとした。黒田総裁は必ずしも地域金融機関の合併・統合を目的としたものではないと説明しているが、12日には政府が地銀再編を後押しする点に補助金制度を21年夏にも創設するとの報道も流れるなど、菅首相が意欲を見せる地域金融機関の再編に向けた動きもみられる。なお、この特別付利制度については、将来的なマイナス金利政策の修正の布石との見方もある。

新型コロナのパンデミック化により、3月中旬にかけて内外の金融資本市場は大荒れとなったが、その後、主要国の政府・中銀が大規模な対策を打ち出したこともあり、マーケットは落ち着きを取り戻した。なお、夏から秋にかけては景気回復やワクチン開発などへの期待感と感染再拡大への警戒感などが交錯したことから一進一退の動きが続いたが、11月3日の米大統領選を機にリスクオンの動きが強まっている

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

債券市場は、2月下旬から3月中旬にかけてコロナ禍の影響を巡って金利が乱高下したが、日銀を含む主要国中銀による潤

長期金利は引き続き低位で推移

29年ぶり高値水準ながらも、スピード調整する可能性も

沢な資金供給や国債買入れの増額などもあり、3月下旬以降の長期金利（新発10年物国債利回り）は操作目標であるゼロ%近傍での展開が続いている。また、日銀は4月の金融政策決定会合において、長期国債の買入れペースについての上限を撤廃し、「10年ゼロ%」の操作目標を達成するために必要なだけ買い入れることとしたが、日銀保有国債の年間増加額は10月末時点でも17兆円程度と、コロナ前の増加ペース（約14兆円）からは微増にとどまっている。

一方、7月から政府の新型コロナ対策に伴って国債増発（当初予算比で新規発行分・財投債の合計で約100兆円）が始まっており、一旦、超長期ゾーンには上昇圧力が加わった。しかし、日米とも現行緩和策が長期にわたるとの予想が改めて浸透したことから、金利上昇圧力は乏しく、長期金利（10年ゾーン）は11月入り後、0.01~0.04%の狭いレンジ内での展開が続いている。

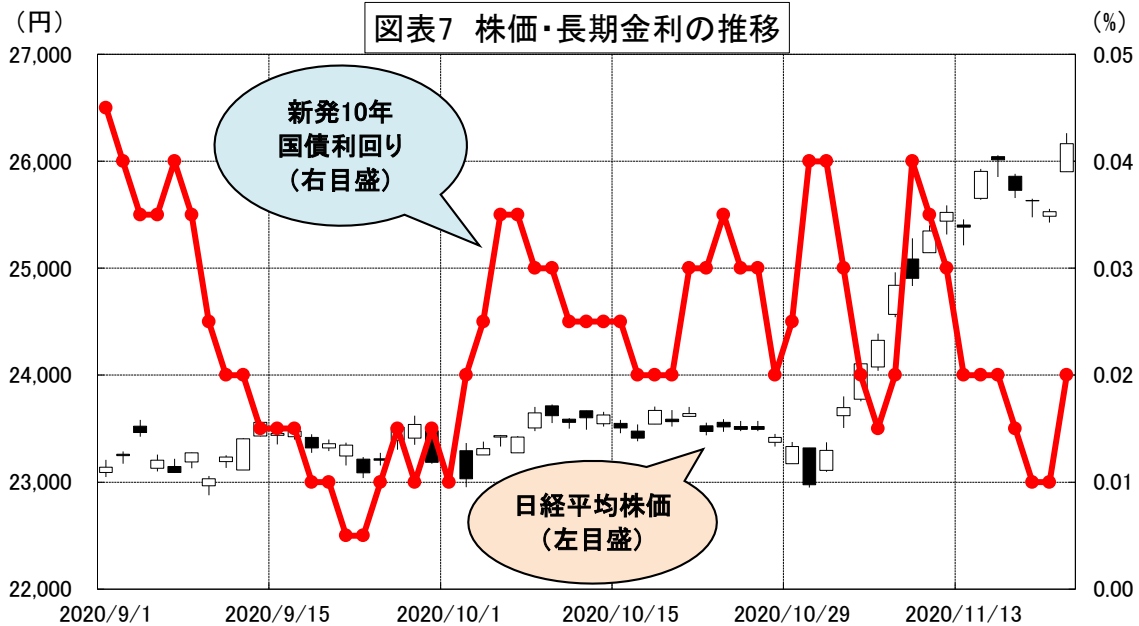
先行きについては、上述したような日銀の国債買入れ方針により、10年ゾーンの金利についてはゼロ%近傍で推移するような操作がされ、全般的に見れば金利水準は低位に推移すると思われる。

② 株式市場

新型コロナの世界的な感染拡大から、3月中旬には一時16,000円台まで下落した日経平均株価であったが、3月下旬以降、主要国政府・中銀による大胆な景気下支え策が打ち出され、大量の流動性が供給されたことなどが好感され、株価は持ち直しに転じた。5月には内外で経済活動が再開され、景気回復への期待が強まったことから、6月に入り23,000円台まで回復した。しかしながら、世界各地で感染再拡大が散見されるなど、景気のV字回復は困難との見方も根強く、10月までは上値の重い展開が続いた。

一方、11月の米大統領選や連邦議会選を受けて、バイデン政権が誕生しても、議会のねじれによって公約である大企業や富裕層への課税強化は困難である半面、コロナ禍への経済対策は実施されるとの期待感が高まった。加えて、複数の対コロナ・ワクチンで良好な治験結果が得られたとの報道もあり、リスクオンの流れが一気に強まった。米国株高につられ、日経平均株価も29年半ぶりとなる26,000円台の回復を果たした。

大量の過剰流動性が発生しており、株式市場には消去法的に資金が流入しやすい状況であるほか、最大で年間約 12 兆円増のペースまで拡大可能な日銀による ETF 買入れに対する安心感があるほか、ワクチンへの期待も強いが、内外で新型コロナの感染再拡大がみられる中、二番底リスクも浮上するなど、コロナ前の水準に向けて回復していく姿はまだ先のことになるとみられ、株価は一旦スピード調整する場面もあるだろう。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)10月1日の東証は終日売買停止。

**ドル円レートは
105 円台でもみ合
い**

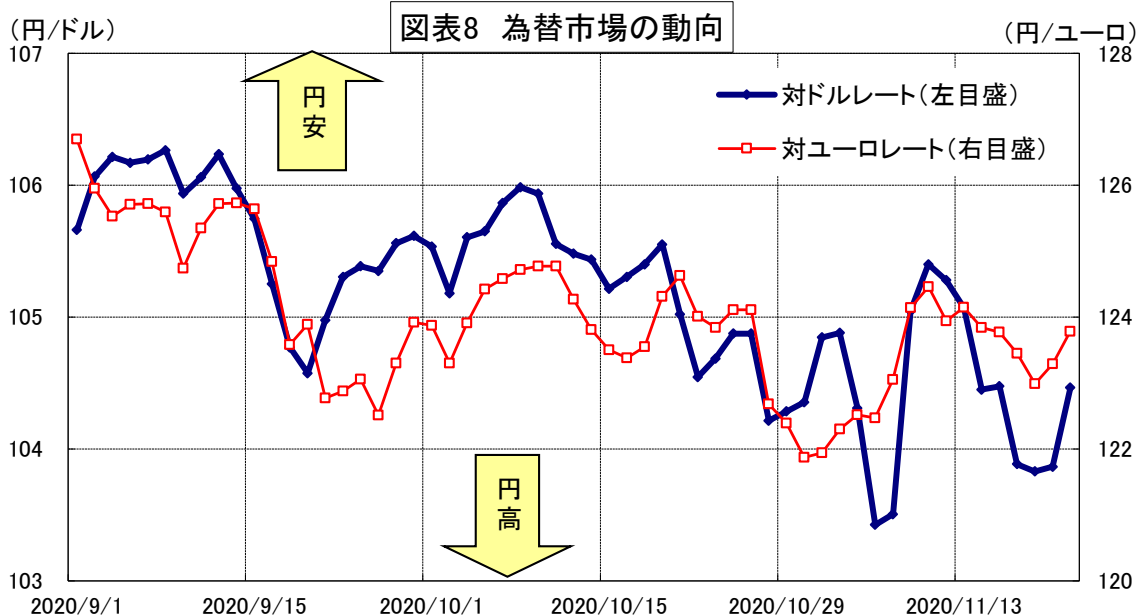
③ 外国為替市場

新型コロナのパンデミック化により、3月9日には一時1ドル=101円台まで円高が進む場面もあったが、世界的な株価暴落により「有事のドル」需要が著しく高まり、3月下旬には110円台を回復するなど、春先の対ドルレートはボラティルな展開が続いた。その後、主要国のコロナ対策が出揃ったことでマーケットは落ち着きを取り戻し、4月中旬から5月下旬にかけては107円前後での方向感の乏しい展開が続いた。

6月上旬には米国経済のV字回復期待からドル高が進む場面もあったが、その後は緩やかな円高ドル安基調が続いている。

2%の平均インフレ目標を導入した米国に比べて、日銀の物価安定目標は若干弱いように感じるものの、日米ともに少なくとも現行レベルでの金融緩和を長期間にわたり継続するとみられるなど、金融政策の方向性に違いがあるわけではない。むしろ、経済復興や景況感の勢いは米国の方が強いことから、金

融政策を材料に円高が進行する可能性は薄いだろう。また、バイデン次期政権の通貨政策が「強いドル」を志向する姿勢に戻るのかにも注目したい。



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

ユーロは 124 円前後でのみ合い

対ユーロレートについては、8月上旬にかけてドル過剰感への警戒や新型コロナ復興基金の創設合意などが好感され、ユーロ高の展開となった。しかし、ユーロ高に対する警戒が強まったほか、欧州での新型コロナ感染再拡大などから、9月下旬にはユーロ高が修正され、直近は1ユーロ=124円前後でのみ合いとなっている。

先行きについては、移動制限措置によってユーロ圏の二番底リスクが意識されていることもあり、弱含む展開が予想される。

(20.11.24 現在)