

「第5波」収束で高まる国内景気の本格回復期待

～菅首相の退陣表明後の株価は急騰～

南 武志

要旨

新型コロナウイルス・デルタ株による「第5波」は8月中旬にピークアウトしており、緊急事態宣言などを9月末にも解除できる状況となった。ワクチン接種も国民の半数が完了、米国の接種率を上回っており、経済活動の正常化に向けた検討も始まった。ただし、ワクチン接種が進んだ国でも行動制限解除後に感染拡大が起きていることを踏まえると、「第6波」が起きる前に十分な医療供給体制を整えなければ、逆戻りする可能性もありうる。足元では半導体不足や東南アジアからの部品調達難により自動車製造業で調整圧力が高まっていることもあり、景気が本格回復し始めるまでにはもう少し時間がかかるだろう。

一方、就任1年を迎えた菅首相の退陣表明を受けて、後継総裁選びが本格化する中、出遅れていた金融資本市場ではリスクオンが一気に強まり、株価はバブル崩壊後の最高値を更新したほか、8月には一時ゼロ%に低下した長期金利もやや持ち直した。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項目	2021年		2022年		
	9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 (%)	-0.021	-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 (%)	0.425	0.35～0.65	0.35～0.65	0.35～0.65
	10年債 (%)	0.035	-0.05～0.20	-0.05～0.20	-0.05～0.20
	5年債 (%)	-1.050	-0.18～0.00	-0.18～0.00	-0.18～0.00
為替レート	対ドル (円/ドル)	109.5	100～118	100～118	100～118
	対ユーロ (円/ユーロ)	128.4	120～140	120～140	120～140
日経平均株価 (円)	29,639	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)

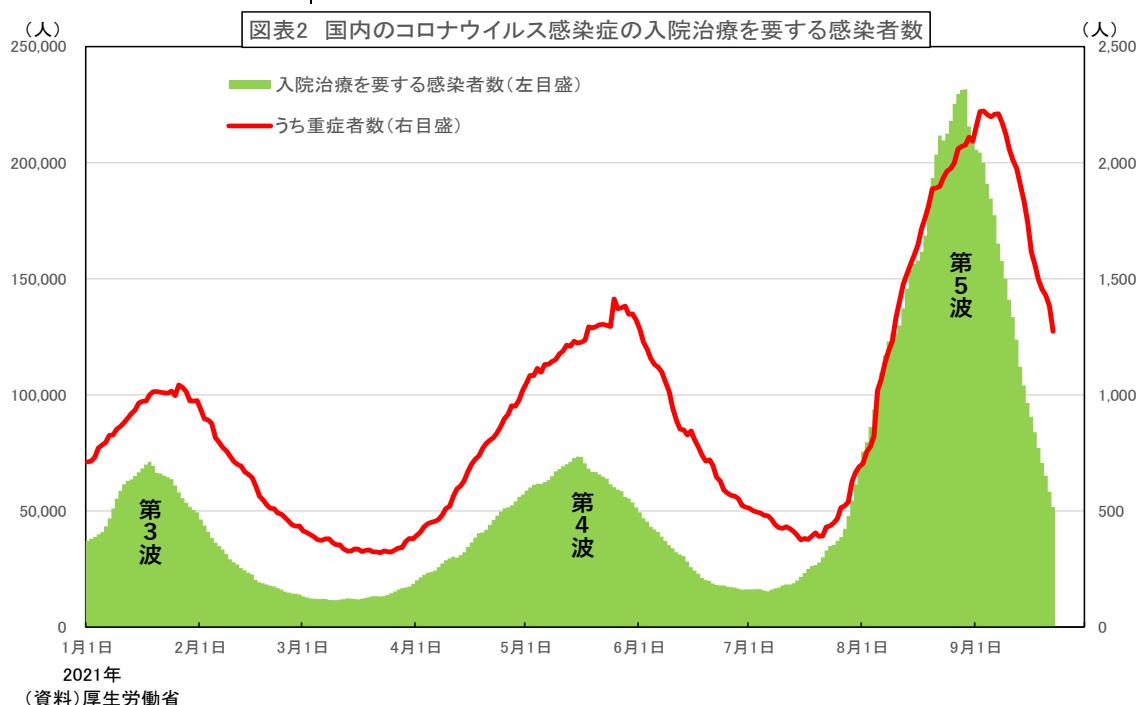
(注)実績は2021年9月22日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいずれも新発債。

ポスト菅を巡る思惑から株価は急騰

9月3日、菅首相は9月に予定される自由民主党総裁選に立候補しない方針を表明したことで、次期首相となる後継総裁を巡る動きが急に慌ただしくなった。2021年に入って以降、新型コロナウイルス感染症の感染拡大には歯止めがかからず、「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定常化しているほか、コロナ・ワクチン接種にも出遅れたことから、コロナ対策に対する国民の不満が大いに高まつた。直近の世論調査では内閣支持率が危険水域とされる30%割れまで低下するものも多く、近く予定される総選挙で連立与党は大きく議席を減らすとの見通しが強まっていた。

しかし、菅首相の退陣表明を受けて、連立与党への逆風は収まつたようだ。総選挙後に政治的な不安定な状態が生み出されるとの観測が大きく後退、新政権による経済政策に対する期待が加わり、株価はこの1ヶ月で1割以上も値上がりした。

なお、9月29日の総裁選後、政府は首班指名選挙を行う臨時国会を10月4日に召集する方針であり、それに伴って新首相の所信表明演説と各党による代表質問が行われた後、新首相は衆議院解散・総選挙に踏み切るとのシナリオが有力視されている（その場合、総選挙の投開票は11月7日もしくは14日になる可能性が指摘されている）。



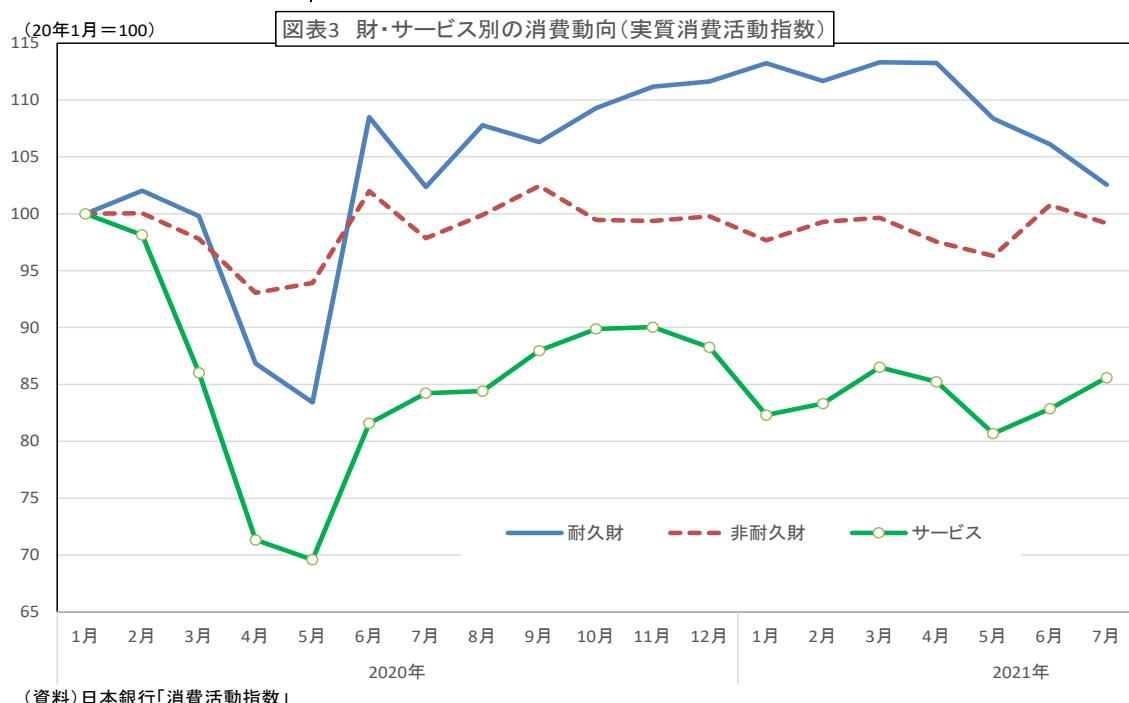
第5波は沈静化に向かうも、医療供給体制に依然厳しさも

さて、3~6月にかけてインドで猛威を振るった新型コロナウイルスのデルタ型変異株（デルタ株）は、その高い感染力によって夏場以降、世界中で爆発的な感染拡大を引き起こした。国内でも今春の「第4波」を引き起こしたアルファ株からデルタ株への置き換えが進み、7月以降はそれまでの感染拡大を遥かに凌ぐ「第5波」に襲われた。政府は東京都に対して4回目の緊急事態宣言を発出（7月12日～）したのを皮切りに、対象地域の拡大（最大で21都道府県）と期限延長を幾度か繰り返したが、感染増加に対してなかなか歯止めをかけられず、医療供給体制の逼迫を招いた。

しかし、8月中旬のお盆前後に東京都の新規感染者数がピ一

クアウトしたのを皮切りに、全国的にも感染拡大が収束に向かい始めた。ただし、第5波が大きかったこともあり、要入院治療の患者数や重症者数はなお多く、医療供給体制の逼迫した状況はその後も続いている。一方、ワクチン接種も着実に進展しており、菅首相が「11月をめどに」と目標に掲げた希望者全員の接種完了が視野に入ってきた。2回接種を完了した人は既に人口の5割を超える、接種率は米国を追い抜いた。こうした状況を受けて、政府は11月以降の行動制限緩和に向けた議論を本格化させている。10月には飲食店やコンサートホールを対象に広域で実証実験を開始する方針とされている。

とはいえ、ワクチン接種はコロナ感染や重症化のリスク軽減には効果があるものの、完全に防ぐものではないこと、また、ワクチン接種率が高いスペイン、カナダ、イスラエルなどでは感染者数が高止まっていることなどを踏まえると、行動制限緩和には医療供給体制の十分な整備が必要不可欠であることは言うまでもない。コロナ禍からの持ち直しが欧米に比べて弱いのは、ワクチン接種の遅れにも一因があるが、同時に感染者数が相対的に少ない割に医療供給体制の逼迫を招きやすく、すぐに行動制限措置が課せられてしまう点にある。新しい内閣では今後の行動制限緩和に向けてそのような視点を踏まえた指針を示すべきであろう。



政府の景気判断は下方修正

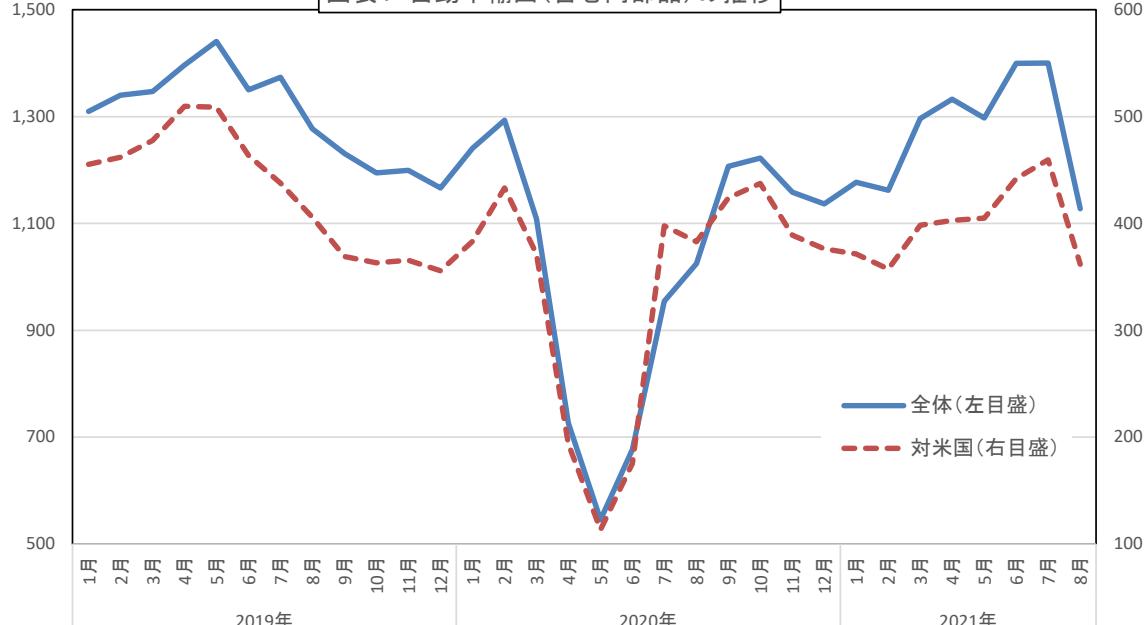
消費の停滞続く

以下、国内景気についてみていきたい。コロナ禍からの持ち直し自体は続いているものの、相変わらずサービス消費が頭打ち気味の推移を続けているほか、最近は海外経済の減速や半導体不足問題などによって、自動車等の生産・輸出に悪影響が出るなど、一部の経済指標のスローダウンが散見される。実際、月例経済報告（9月）において、政府の景気判断は「テンポが弱まっている」と4ヶ月ぶりに下方修正されている。

まず、7月の消費関連指標をみると、デルタ株による「第5波」によって東京都に対して4回目の緊急事態宣言が発出されるなど、行動制限措置が再び厳しくなったものの、落ち込みが見られなかった。GDP統計の民間消費に近い消費総合指数（内閣府試算）は前月比0.2%と2ヶ月連続の上昇だった。同様に同0.5%の伸びだった実質消費活動指数（旅行収支調整済、日本銀行試算）の内訳をみると、コロナ禍の下で堅調だった財に勢いがなくなってきた半面、サービスは底割れすることなく推移している様子が見てとれる。

8月には全国的な感染爆発によって行動制限が一段と厳格化され、消費者マインドも悪化が見られ、代表的な耐久消費財である自動車についても半導体不足の影響を受けて販売不調となつたことから、改善は一旦足踏みしたと見られるが、底割れの可能性も薄いだろう。

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。

半導体不足の影響で 自動車などに生産調 整圧力

また、8月の実質輸出指数は前月比▲3.7%と3ヶ月ぶりに低下した。中国経済の回復一服に加え、世界的な半導体不足、さらにはデルタ株の大流行によってグローバル・サプライチェーンの寸断が起きている影響も出たとみられる。貿易統計によれば、この1年の輸出回復を牽引した自動車の伸びが失速し、米国・EU・中国といった主要輸出先向けが軒並み前年割れとなるなど、半導体不足の問題が深刻化している。

9月に全世界で4割の減産をすると発表していたトヨタ自動車では、10月も減産体制を継続する方針であるほか、11月以降の状況も見通せないとし、21年度の生産計画の下方修正を余儀なくされている。他のメーカーでも概ね同様の状況と思われる。終息までには相当の時間がかかるとの見方が強まるなど、予断を許さぬ状況が続いている。

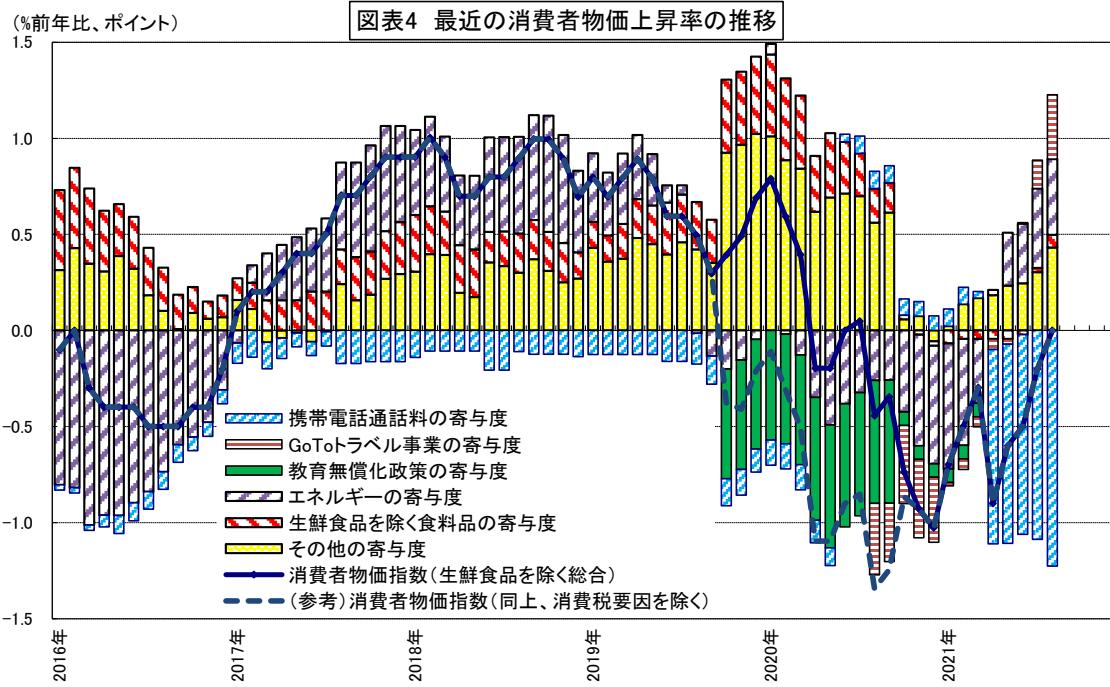
このように、足元では世界経済の回復が一旦足踏みする動きも散見され、景気減速の兆しが窺える。しかし、この半年の間、世界中で猛威を振るったデルタ株による感染拡大には歯止めがかかり、沈静化の動きが始まっているのも確かである。生産拠点の操業停止を余儀なくされた東南アジア諸国でもいずれ再稼働が始まるだろう。ただし、完全に復旧するには時間がかかることは避けられず、輸出・生産は21年末にかけて足踏みするリスクがある。こうした状況を受けて、製造業の設備投資には多少の下押し圧力がかかるが、コロナ禍の影響を強く受けているサービス業の持ち直しが進むことで設備投資へのプラス効果も期待されることから、設備投資の自律的回復そのものには変化はないだろう。

一方、日本国内では緊急事態宣言の解除が検討されており、10月以降は行動制限が緩和されるものと思われる。そうなった場合、飲食、旅行・観光などのサービス業の業況が改善すると同時に、コロナ感染の再拡大も起きる可能性が高い。前述した通り、医療供給体制の拡充が急務であるほか、当面はマスク着用などの感染防止策の徹底を呼び掛けることも必要であろう。

前期比年率で1.9%成長へ上方修正されたGDP第2次速報の公表を受けて、当総研は経済見通しの見直しを行ったが、21年度下期には感染「第6波」によって行動制限措置が再導入される可能性もあることから、回復テンポには緩慢さが残るものと予想した。経済活動の本格的な正常化はブースター接種（3回

経済見通し：年度 内は本格的な景気 回復は難しい

目のワクチン接種)が始まる22年入り後にはずれ込むだろう(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)。

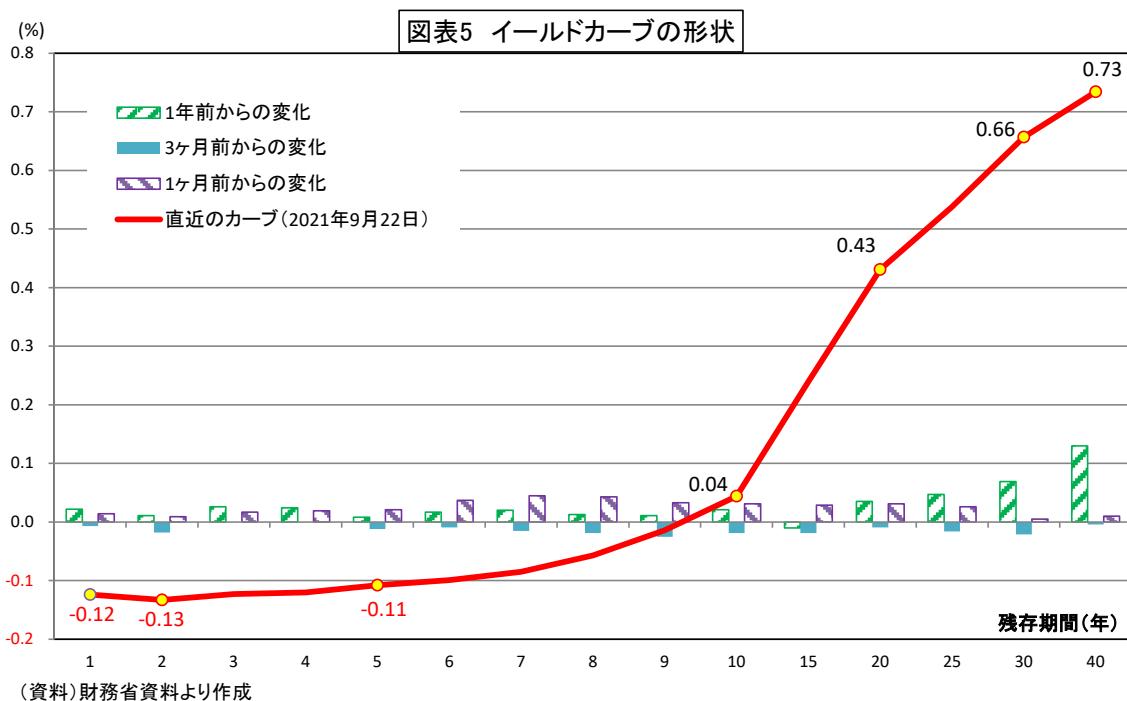


(資料)総務省統計局の公表統計より作成

物価動向：物価は前年比横ばい圏での推移

8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0.0%と、12ヶ月続いた下落状態から抜け出した。世界経済の回復期待を背景とした原油高により、電気代、ガソリン代などのエネルギーが上昇しているほか、前年7月に始まったGoToトラベルキャンペーンで宿泊料が引き下げられた反動が出ていることが主因である。一方で、4月以降に引き下げられた携帯電話通信料は一段と下落率が拡大しており、この要因だけで物価全体を▲1.23ポイントも押し下げている。こうした宿泊料や携帯電話通信料の影響を除くと物価は0.9%前後の上昇となり、これが「自然体」の物価上昇率と推察されるが、それでもインフレ加速が見られた欧米主要国と比較すると明らかに低調である。

当面は電気・ガス代などエネルギー高の影響が続くほか、宿泊料の押上げ効果が年内まで残ることから、物価上昇率はプラス圏で推移すると思われる。ただし、家計の所得環境が依然厳しく、デフレマインドが払拭されたわけではないほか、欧米のようにペントアップ需要が一気に高まることもないといふられることから、物価上昇率が加速する可能性は小さいだろう。



(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

9月21～22日に開催された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」とともにコロナ対応の対策を継続することを決定した。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场の安定維持に努める姿勢を示している。

ワクチン接種が進んだ欧米主要国では行動制限を大幅に緩和したこともあり、経済活動の正常化が進むと同時に、中期的な物価目標である2%を上回って推移している。そのため、近い将来、コロナ対応で導入した大規模な資産買入れについて規模を縮小することが見込まれている。これに対し、日本ではこれまでのところ本格的な景気回復には至っておらず、物価上昇率も鈍い状況が続いている。日銀はオーバーシュート型コミットメントによって物価上昇率が安定的に2%超となるまでマネタリーベースを拡大し続けることを約束しているが、7月の展望レポートによれば、23年度の物価見通しは1.0%（全国コア）であることを考慮すると、少なくとも今後2年間は現行レベルの緩和策が継続される可能性が高いと思われる。

金融市場：現状・見通し・注目点

菅首相の退陣表明やそれによって総選挙後には政治的な不安定さが強まるとの観測の後退、ワクチン接種が完了する11月以降の国内景気の本格回復への期待などを受けて、出遅れ気味だった株価が急騰するなど、一時リスクオンに傾いた。しかし、直近は中国の大手不動産企業のデフォルトリスクが意識され、リスクオフの流れが一旦強まった。

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。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)8/3、9/13の新発10年物国債は出合いなし。

① 債券市場

長期金利は低位安定

21年に入り、ワクチン接種を先行開始した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米長期金利が急上昇、それに追随し、国内の長期金利（新発10年物国債利回り）も上昇傾向が強まった。さらに、3月の金融政策決定会合で予定する政策点検に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ため、3月会合終了後は上昇圧力が一服した。

6月には米国のインフレ加速は一時的との認識が広まり、内外金利は低下に転じた。8月上旬にはデルタ株による感染爆発で景気の本格回復が遅れるとの観測も加わり、一時0%に低下

長期金利は引き続きゼロ近傍から小幅プラス圏での推移

バブル崩壊後の最高値を更新

ドル円レートは

する場面もあったが、菅首相の退陣表明のあった9月3日以降は鈍いながらも持ち直す動きが見られている。

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、当面はゼロ近傍から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国内景気持ち直しの機運が強まり、金融緩和策の規模縮小などが意識される場面では上昇傾向が強まるだろう。

② 株式市場

米国株高につられる格好で20年末には日経平均株価は27,000円を回復、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、米国で成立した1.9兆ドル規模の経済対策などによって内外の長期金利が上昇傾向を強めたことへの警戒やワクチン接種の出遅れによる国内景気の鈍さ、さらにはスピード調整も加わり、その後はじり安の展開となった。

また、6月の米FOMC後には大規模な金融緩和策の終了が意識されたほか、デルタ株の大流行によって国内景気の本格回復がさらに後ずれするとの見方が強まり、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し、新内閣の経済政策運営への期待が高まり、バブル崩壊後の最高値を更新するなど、出遅れていた日経平均株価は1ヶ月で1割以上も値上がりした。なお、直近は中国の不動産開発大手・中国恒大集団のデフォルトリスクが意識され、調整する動きが見られた。

先行きは、引き続き米国のテーパリング（金融緩和の規模縮小）を巡る思惑や中国の金融システム不安への警戒が上値を抑える場面も想定されるが、金融緩和の規模縮小は米国景気の足腰が強まっていることの証拠でもあり、過度の悲観論は不要と思われるほか、中国政府も自国の安定を脅かす「中国発」の金融危機発生は未然に防ぐものと思われる。基本的にはコロナ禍から持ち直していく姿と見込まれることから、業績見通しの上方修正とともに株価は底堅く推移していくものと予想する。

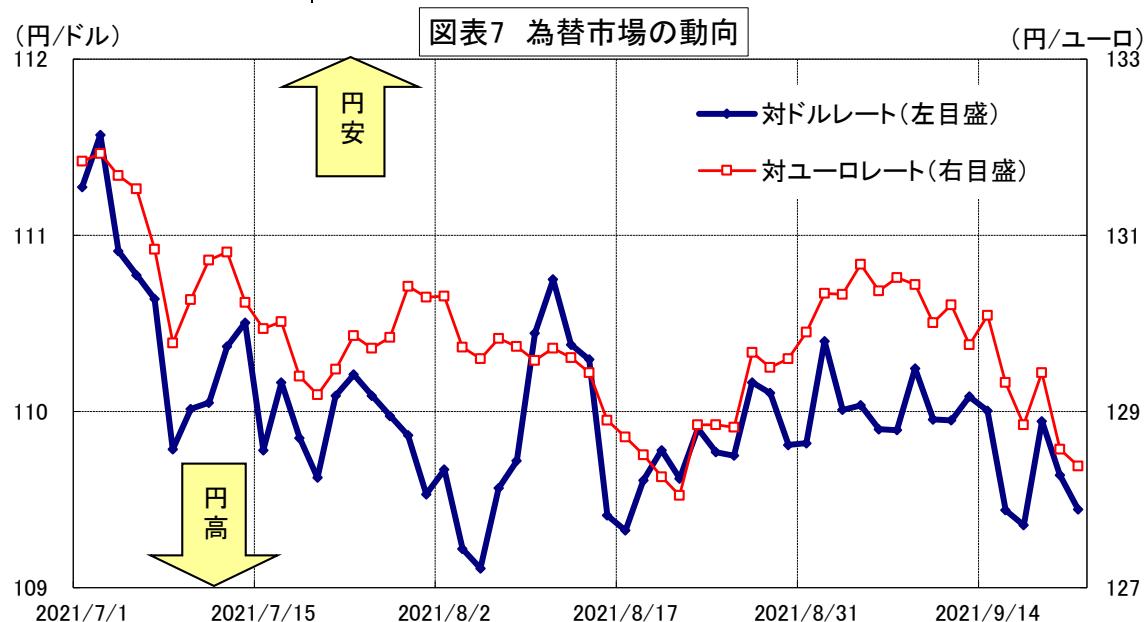
③ 外国為替市場

21年初、ドル円レートは一時1ドル=102円台半ばまで円高

110円前後で推移

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から米長期金利が上昇したことを見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段するとドル高修正の動きが強まったが、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、その後は110円を挟んだ狭いレンジでの展開が続いている。

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、ドル高気味の展開になりやすいと思われる。



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

対ユーロレートは130円を挟む展開

ワクチン接種や景況回復に出遅れていたユーロ圏諸国でも、最近はワクチン接種が進み、景気の先行き回復期待が高まったほか、米国の金利高騰が沈静化したことでもユーロ高に貢献し、5月下旬には一時1ユーロ=134円台と3年3ヶ月ぶりのユーロ高水準となった。6月入り後も概ね133円台での推移が続いたが、6月FOMCで米利上げ開始時期が23年に前倒しされたことを契機にユーロ安に転じた。その後は概ね130円を挟んだ展開となっている

(21.9.24現在)