

みずほマーケット・トピック(2014 年 7 月 7 日)

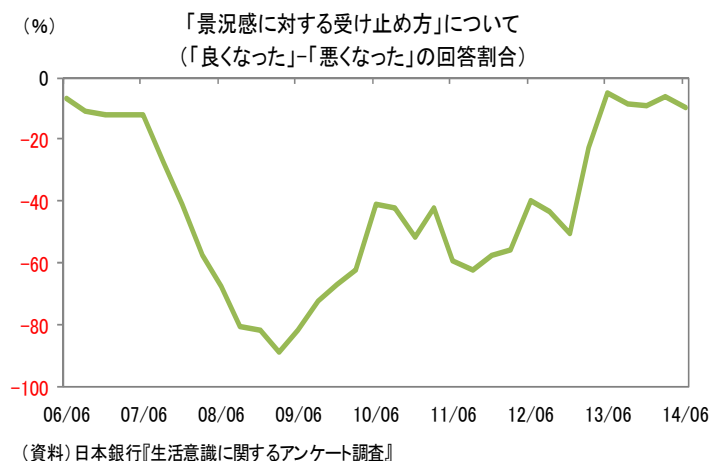
「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状

株価上昇と実質賃金下落が併存する歪(いびつ)な状況に関し、本邦家計部門は明らかに違和感を覚え始めている。先週日銀が発表した「生活意識に関するアンケート調査」は好調が持て囃される日本経済の陰の部分の浮き彫りに。調査結果を総合すると「物価上昇は好ましいことではないが、このまま続きそうである。景気は悪くなっているし、1 年後はもっと悪くなりそうである。また、人手不足と言われているにも拘わらず、雇用を巡る不安は消えていない。アベノミクスが日本経済を良くなるとも思わない」というメッセージに。要するに、こうした家計部門の景気認識を一言で表すならば、不況下の物価高、スタグフレーションを懸念しているということではないのか。

～家計部門の景況感の悪化～

相変わらず相場は膠着しているものの、日本経済の現状に関しては問題含みである。株価上昇と実質賃金下落が併存する昨年来の歪(いびつ)な状況について、家計部門は明らかに違和感を覚え始めている。先週 3 日(木)に日銀が発表した「生活意識に関するアンケート調査」は好調が持て囃される日本経済の陰の部分の浮き彫りにしているように思われた。

同調査によれば、景況感に関し、1 年前と比較した現状については、「悪くなった」との回答が増加し、景況感 DI は悪化している(▲6.4→▲10.0)。また、1 年後の先行きについては、「悪くなる」、「良くなる」との回答が共に減少したが、「悪くなる」の減少幅が大きくなったことで DI は改善している(▲16.5→▲15.3)。なお、現状の景気水準については、「どちらかと言えば、悪い」、「悪い」との回答の合計が増加しており(36.3%→38.7%)、「足許も将来も景気は悪い」というのが家計部門の現状認識と見受けられる。

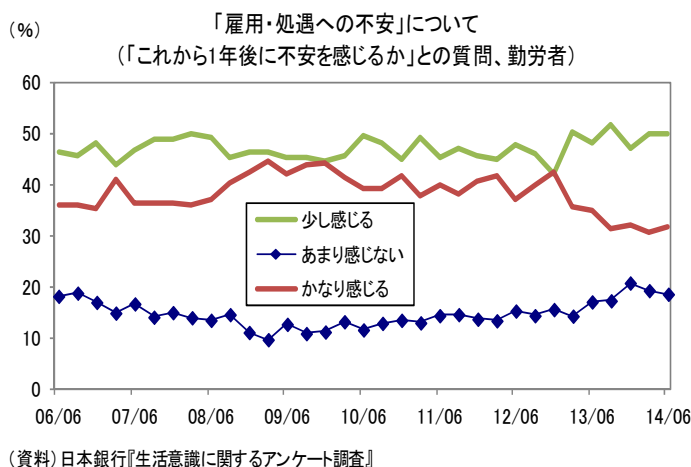


なお、よりミクロな視点に絞った調査項目として 1 年前と比較した暮らし向きもあるが、これに関しては「ゆとりがなくなってきた」との回答が増加しており、DI は悪化している(▲33.5→▲39.8)。また、1 年前と比較した収入・支出については、収入に関し「増えた」と「減った」の回答が共に同程度増加したことで DI は横這いとなっているものの、支出に関し「増えた」が増加し「減った」が減少したことから、DI はプラス幅を拡大している。要するに、収入が横這いとなっている状況で物価が上がったために支出が増加し、実質賃金が大幅下落している現状が読み取れる。実際、上述の景況感に関し、「悪くなった」と判断している根拠については「自分や家族の収入の状況から」との回答が最

も多くなっており、やはり鍵は実質賃金の動向であることは明白である。

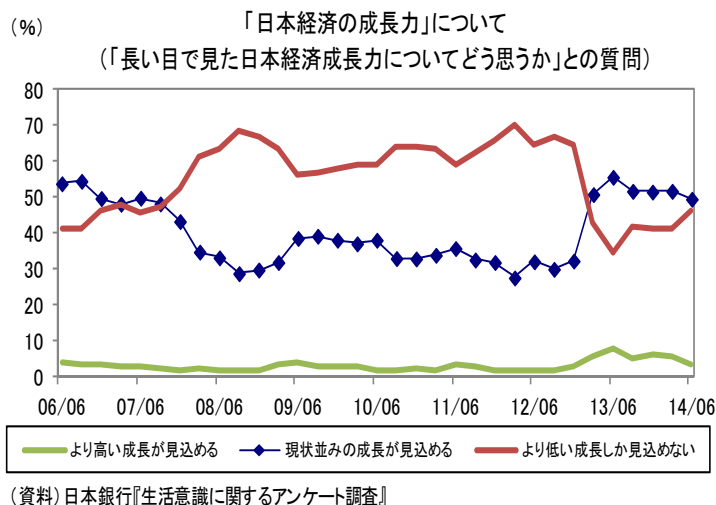
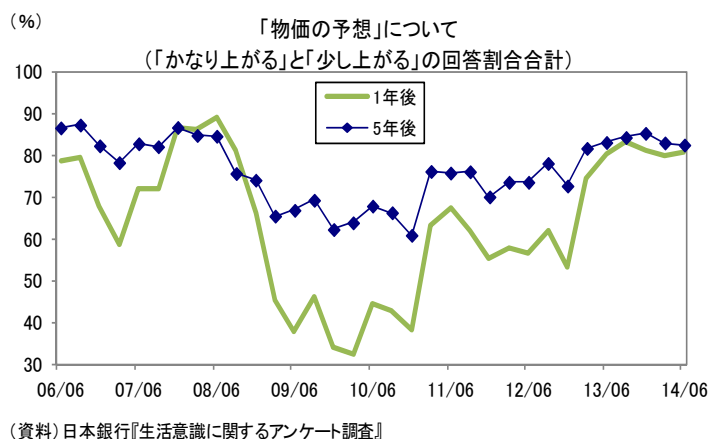
～人手不足≠雇用の改善～

なお、メディアでは人手不足やそれに伴う賃金上昇が持て囃されているが、雇用環境に関する調査を見る限り、前向きな受け止め方をしている層は多くない。1年後に関する勤労者¹の勤め先での雇用・処遇の不安については「あまり感じない」との回答が減少しており、その一方で「かなり感じる」との回答が増加している。今年に入ってから漏れ聞こえてくる人手不足や賃金逼迫といったテーマはあくまで一部業種・雇用形態に限ったものであり、好況感が広くあまねく行き亘るレベルには至っていない様子である。



～高止まりする物価観、悲観的な成長見通し～

なお、アベノミクスにとって肝心要である物価については、1年前と比較した現在の物価²に対する実感に関し、「(かなり又は少し)上がった」との回答が増加し、「ほとんど変わらない」との回答が減少した。また、1年前と比較した物価の変化率に関しては平均値で4.1%と前回調査の4.0%からやや上昇している。なお、今後1年の物価見通しについては「上がる」との回答が増加し、「下がる」との回答が減少した。5年後に関しては「上がる」との回答がやや減少しているものの、図示されるように安倍政権の誕生に合わせて先行きの物価上昇期待が一旦ジャンプして高止まりしている状況には変わりはない。こうした物価上昇に関しては依然として「どちらかと言えば、困ったことだ」との回答が8割弱となっており、上述の実質賃金の問題と平仄が合う。



なお、この他には、より大所高所に立つ

¹ 会社員・公務員（会社役員を含む）およびパート・アルバイトなどが対象。

² 消費増税の影響を除くベース、である。

た質問項目として「長い目で見たとき、日本経済の成長力について、どう思いますか」といったものがあるが、これについては「より高い成長が見込める」との回答が減少した一方で「より低い成長しか見込めない」との回答が増加し、DIが大幅に悪化している(▲35.2%→▲42.8%)。前頁図に示されるように、「より高い成長が見込める」との回答については安倍政権誕生に合わせて一時的に期待が膨らんだものの、再び元いた場所に回帰しようとしている様が窺える。「第3の矢」を筆頭とするアベノミクスの成長力強化への取り組みは今のところ、家計部門には信じられていない。

～スタグフレーション or デフレーション～

これらの調査結果を総合すると「物価上昇は好ましいことではないが、このまま続きそうである。景気は悪くなっているし、1年後はもっと悪くなりそうである。また、人手不足と言われているにも拘わらず、雇用を巡る不安は消えていない。アベノミクスが日本経済を良くするとも思わない」というメッセージになる。要するに、こうした家計部門の景気認識を一言で表すならば、不況下の物価高、スタグフレーションを懸念しているということになる。もちろん、これから物価がピークアウトしてくれば少なくともスタグフレーションは回避されるが、それではデフレーションに戻るだけであり、株価は下落するだろう(但し、それでも需給に支えられたドル/円相場はせいぜい90円台後半までしか下落しないだろう)。結局、90年代前半並みの水準にまで落ち込んだ実質賃金が回復してこない限り、進む道はスタグフレーションかデフレーションしかないというのが客観的に見た現状ではないか。

ただ、仮に実質賃金が上昇する「真の景気回復局面」が到来したとしても、それで万事解決となるかは分からない。その頃には相応の金利上昇圧力が生じていると思われることから、政府債務が相当の水準にまで圧縮されていない限り、現行の量的・質的緩和(QQE)は止められない公算が大きい。この状況に至って初めて、QQEが財政ファイナンスだったことが明らかになるのである³。売れない国債と共に日銀は金利の低位誘導から手を離せなくなり、政府は財政再建を急ぐことになる。そこで待ち受ける相場状況は低金利・物価高そして恐らくは円安であり、結局それもまたスタグフレーションである。今回の調査は金融政策頼みの現状突破が招くスタグフレーションの危険性について警鐘を鳴らす内容であったように思う。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

³ 本欄 2013 年 4 月 9 日号『「2%」が実現するとどうなるのか?～出口の思考実験～』をご参照下さい。※バックナンバーページは過去 1 年分となりますので、ご入り用の方は daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp へお申しつけ下さい。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～春は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株市相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)