

みずほマーケット・トピック(2020 年 6 月 3 日)

米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動

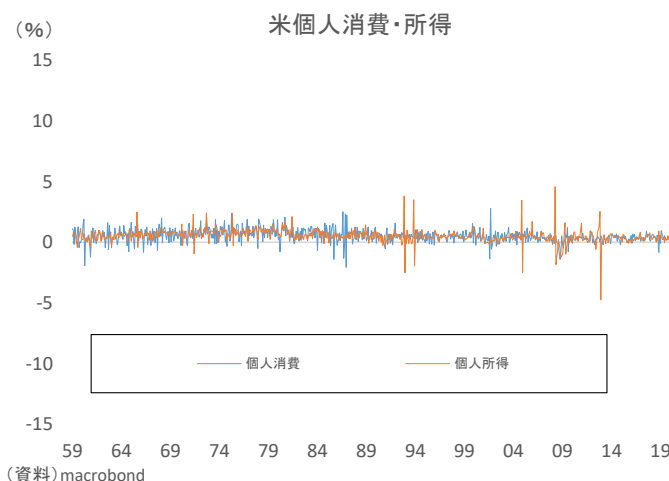
日々明らかになる基礎的経済指標は「予想通り壊滅的」という結果が続いており、もはや数字自体がショッキングでも資産価格の形成にはさほど影響力を持たないのが現状。だが、先週 5 月 29 日に公表された米 4 月個人消費・所得はこれからの米国ひいては世界経済が辿っていくであろう未来を暗示しているように思えた。米 4 月個人消費は前月比▲13.6%と現行統計が始まった 1959 年以降で最大の落ち込みを記録。一方、個人所得は失業保険の給付などを主因として前月比+10.5%と過去最大の伸びを記録した。「所得が急増して、消費が急減した」ので当然貯蓄(所得-消費)は急増し、結果として 4 月の貯蓄率は前月の 12.7%から 4 月は過去最高の 33%へ急騰している。この貯蓄率上昇には 2 つの解釈があり得る。①経済再開後の成長をけん引する原資と見なすのか、②経済停滞の元凶と見なすのか、である。筆者は②の視点から懸念を強めている。「民間部門の貯蓄過剰」は日本化の端緒として警戒すべき重要な兆候。

～「国内の失点は海外で取り返す」という可能性も？～

米国では新型コロナウイルス感染拡大への不安もさることながら、白人警官の暴行による黒人死亡事件への抗議デモが深刻化、全米に拡大していることが目下の問題点となっている。日々報道で映し出される現地の様子はもはやソーシャルディスタンスなど忘却の彼方であり、遂にトランプ米大統領からは「地元当局の行動が不十分なら、私が軍を動員する」と米軍出動の可能性まで言及が見られている。危機時には現職のリーダーが支持率を上げやすいと言われながら、大統領の支持率はむしろ軟化しており、再選を企図する中、支持率回復のために突飛な挙動に出てくることはないか不安も抱かれる。とりわけ、トランプ政権発足当初から見られた傾向に沿うならば「国内の失点は海外で取り返す」という可能性も考えられ、例えば先週の本欄で議論したように、最近の元安傾向を受けてどのようなリアクションに出てくるかは大きな関心事である。

～リーマンショックすら霞む落ち込み～

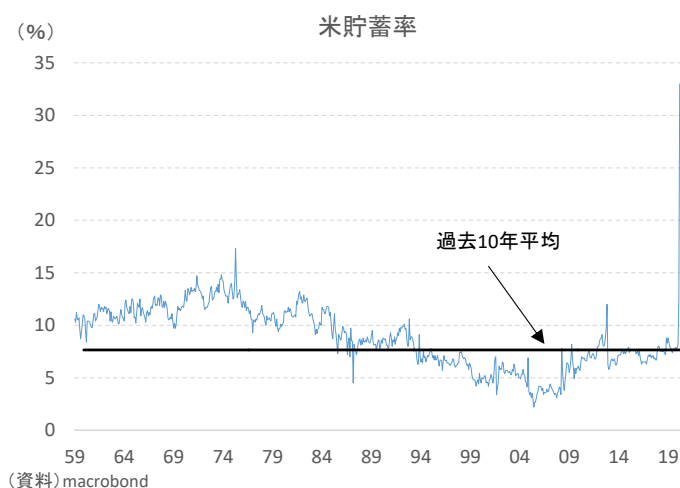
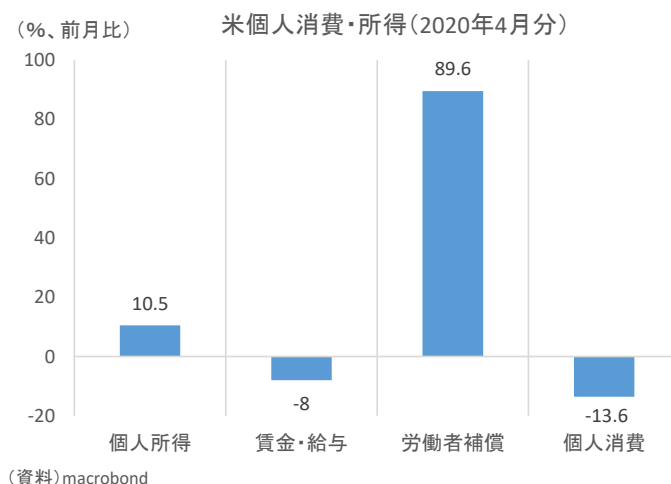
ところで日々明らかになる基礎的経済指標は「予想通り壊滅的」という結果が続いており、もはや数字がショッキングでも資産価格の形成にはさほど影響力を持っていないのが現状である。しかし、先週 5 月 29 日に公表された米 4 月個人消費および所得はこれからの米国ひいては世界経済が辿っていくであろう未来を暗示しているように思えた。米 4 月個人消費(季調済)は前月



比▲13.6%と現行統計が始まった1959年以降で最大の落ち込みを記録した。米経済の約60%を占める個人消費がこうした仕上がりとなったことで4～6月期の成長率が大恐慌以来の悪化となる可能性は相当に高まったと考えられる。なお、FRBが物価目標において目安とする個人消費支出(PCE)デフレーターは食品・エネルギーを除くコアベースで同▲0.4%と2001年9月以来の落ち込み幅となり、前年比で見ても、+1.0%と2010年12月以降で最小の伸び幅となっている。年4回利上げしていたのはわずか2年前の話だが、もはや隔世の感がある。今回の個人消費の落ち込みが歴史的に見て、どれほど異常事態なのかは、このように数字を挙げて説明するよりも前頁図を見れば一目瞭然だろう。2000年代前半のITバブル崩壊も、2008年9月のリーマンショックも今回に比べれば軽微な落ち込みに過ぎない。文字通り、未曾有のショックである。

～迫りくるのは「貯蓄過剰の世界」か～

なお、消費が急減する一方で個人所得は前月比+10.5%と過去最大の伸びを記録しており、市場予想の中心(同▲5.9%)と正反対の動きとなっている。給与所得が予想通り激減したものの、「コロナウイルス支援・救済・経済保障法(CARES法: Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act)」に基づく失業手当の給付が予想を遥かに超える伸びとなった結果である(この点、定額給付金の支給遅延が話題となっている日本と対照的だ)。具体的に見ると、「賃金・給料(Wages and salaries)」は同▲8.0%と減少している一方、「失業保険などの労働者補償(Personal current transfer receipts)」が同+89.6%と補って余りある伸びを示している(右図・上)。「所得が急増して、消費が急減した」ので当然ながら貯蓄(所得-消費)は急増し、結果として4月の貯蓄率は前月の12.7%から4月は過去最高の33%へ急騰している。ちなみに過去10年平均は7.6%だ(右図・下)。



この貯蓄率上昇には2つの解釈があり得る。①経済再開後の成長をけん引する原資と見なすのか、②経済停滞の元凶と見なすのか、である。通常の景気後退であれば①の発想に基づき、期待を膨らませるのが妥当であろう。しかし、今回のように先が見通せないショックでは②の可能性も視野に入る。上で「米国ひいては世界経済が辿っていくであろう未来を暗示している」と述べたのは、②の見方に立つものであり、これまで本欄で述べてきた点を再度確認するものだ。本欄ではアフターコロナの経済・金融情勢では、貯蓄・投資(IS)バランス上、家計や企業が消費・投資意欲を控え、

民間部門全体が貯蓄過剰を常態化させると述べてきた。その結果として、物価や金利が低位安定する、すなわち「世界経済の日本化」という未来を繰り返し論じてきた。もちろん、米 4 月個人消費・所得で見たような極端な動きはあくまで疫病と財政政策によるショックが同時発生した特殊なケースであり、今後、何度も繰り返される結果ではあるまい。だが、当面の貯蓄率が長期平均(現在は 10 年平均で 7.6%)と照らしてどのように推移していくのかは、今後の米国経済を占う上では極めて重要な視点になると筆者は考えている。

市場営業部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最新の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちをはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かすの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自減」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～