

みずほマーケット・トピック(2020 年 9 月 28 日)

## 「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済

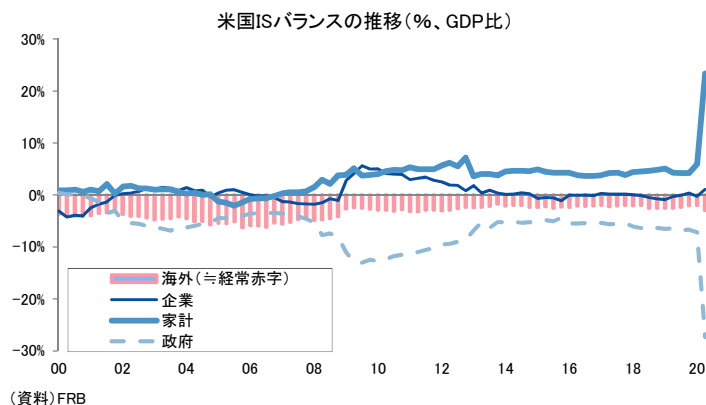
FRB が公表した 4～6 月期の資金循環統計によれば、やはり「家計部門の貯蓄過剰、政府部門の貯蓄不足」が前例のない規模で進行している模様。具体的に貯蓄・投資 (IS) バランスを見ると、名目 GDP 比で家計部門が+23.3%、企業部門も+1.0%と貯蓄過剰主体となっており、企業部門が貯蓄過剰になるのは 9 四半期ぶり。片や、政府部門が▲27.3%の貯蓄不足となっており、これが米国経済の底割れを防いだ格好に。本欄ではコロナショックを受けた世界経済では「貯蓄・投資を控えることが良いことである」という規範が定着すると危惧してきた。これを IS バランスから読み解くと、企業・家計といった民間部門が大幅な貯蓄過剰主体となる一方、政府部門がその貯蓄を借り入れて大幅な貯蓄不足主体となることで国内経済が均衡する世界である。結果、需要不足を背景として慢性的に成長率が低位安定し、物価もデスインフレ懸念が強くなる可能性がある」と述べてきた。こうしたマクロ経済環境は一言で言えば「日本化」だ。最近話題の「マネーサプライの急増」も一見して威勢の良い話に思えるが、結局は「民間部門の貯蓄過剰」、要するに「家計や企業の消費意欲減退」である。日米欧はこうしたマネー死蔵を背景とする低体温状態から抜け出せるのか。「不安だからとおきたいお金」が今後の焦点となる。

### ～ドル安シナリオは不変～

引き続き金融市場のテーマは米国の追加経済対策の行方と世界における新型コロナウイルスの感染拡大状況に偏っている。週末 25 日には行動制限が既にかかり始めている欧州は元より、米国も中西部を中心として新規感染者数が増加傾向にあることが取り沙汰された。その上で追加経済対策を巡る米議会も着地点が見いだせない状況が続いており、新興国通貨を手放しドルに戻す流れが主流となる中、今週初にかけては対円でもドル買い優勢となっている。為替市場にとっての関心事は「ドルの過剰感」を規定する追加経済対策の規模であるが、一時期予想されていた 3 兆ドルから 2.4 兆ドルへ規模縮小が見込まれるものの、それでも総額 5.4 兆ドルという規模は米国の名目 GDP 比で 27%というかつてない規模に達する。基本シナリオとしてのドル安は未だ不変と考えたい。

### ～米国も強烈な貯蓄過剰に～

ところで、先週 21 日には FRB が 4～6 月期の資金循環統計を公表している。この結果を示したものが右図だが、一瞥して異様なことが起きていることが分かるだろう。端的には「家計部門の貯蓄過剰、政府部門の貯蓄不足」が前例のない規模で進行しているということだが、それにしても



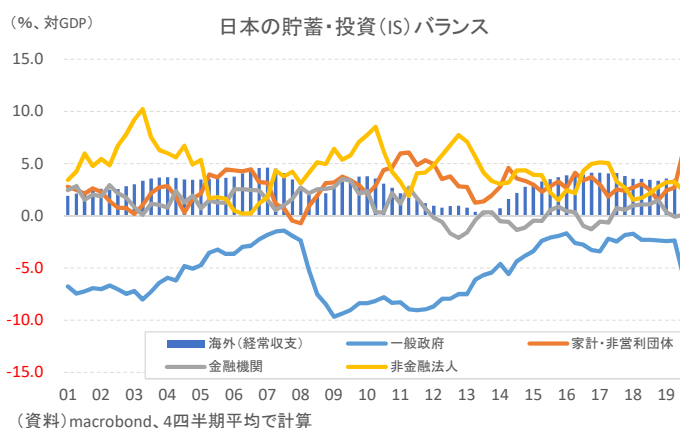
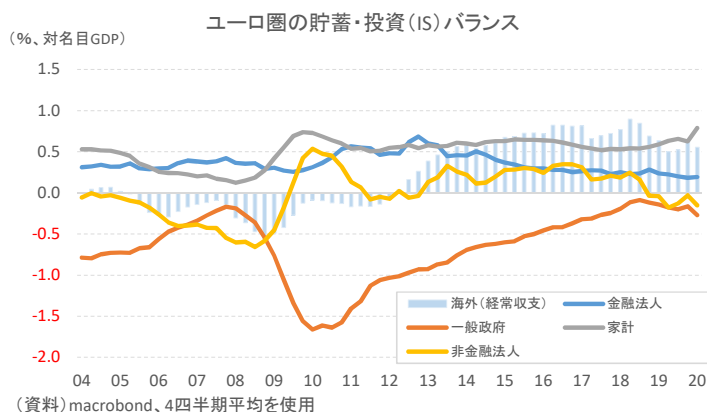
その規模が異様である。具体的に貯蓄・投資 (IS) バランスを見ると、名目 GDP 比で家計部門が +23.3%、企業部門も +1.0% と貯蓄過剰主体となっており、企業部門が貯蓄過剰になるのは 9 四半期ぶりである。片や、政府部門が ▲27.3% も貯蓄不足となっており、これで米国経済の底割れを防いだ格好となっている。

ここで過去の主張を少しおさらいしておきたい。本欄<sup>1</sup>ではコロナショックを受けた世界経済では「貯蓄・投資を控えることが良いことである」という規範が定着すると危惧してきた。これを貯蓄・投資 (IS) バランスから読み解くと、企業・家計といった民間部門が大幅な貯蓄過剰主体となる一方、政府部門がその貯蓄を借り入れて大幅な貯蓄不足主体となることで国内経済が均衡するだろうとしてきた。この結果、需要不足を背景として慢性的に成長率が低位安定し、物価についてもデフインフレ懸念が強くなる可能性がある」と述べてきた。こうしたマクロ経済環境は一言で言えば「日本化」であり、既にユーロ圏では近年進んできたし(右図・上、※ユーロ圏はまだ 1~3 月期までしか統計の発表がない)、もちろん、本家である日本も同じ状況が確認されている(右図・下)。しかし、コロナショックを受けて、民間部門の旺盛な消費・投資意欲が強みであるはずの米国でも民間部門が巨額の貯蓄過剰に陥ったことは今回のショックが過去とは違う震度のものであることを物語っているだろう。

もちろん、経済活動が制限されている状況下で異例の財政措置が導入された結果、「お金は振り込まれるが消費や投資はできない状態」が半ば強制的に現れたのであって、日米欧のいずれについても同様の構図が 7~9 月期以降も続くことはないだろう。だが、米国に関して言えば依然として雇用・賃金情勢が甚大なダメージを追った状態であり、「所得以上に消費する」という米国の民間部門が持っていた生来の強さが復活してくる可能性は小さいと言わざるを得ない。腰折れたまま浮上してこない米国の消費者心理(例.コンファレンスボード消費者信頼感指数)がそれを予感させる。

### ～日米欧は低体温状態へ移行～

本欄 2020 年 9 月 14 日号『マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか?～』では各国のマネーサプライ(日本はマネーストック)統計が現金や準通貨(要するに預金)を主軸として急増しており、これが将来の「インフレの芽」になる可能性があるのかという問題提起を行った。結論と



<sup>1</sup> 本欄 2020 年 5 月 7 日号『アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候』をご参照下さい。

しては、予備的動機に基づいて備蓄された類のマネーはそのまま退蔵され、消費・投資意欲が焚き付けられることはない論じたが、上述してきた IS バランスにおける「民間部門の貯蓄過剰」は結局のところ同じ現象を指しているだけだ。家計部門の貯蓄過剰に前向きな意味を見出すのは難しい。「マネーサプライの急増」というと威勢の良い話に聞こえてくるが、「民間部門の貯蓄過剰」、要するに「家計や企業の消費意欲減退」と言えば悲観的な話に聞こえてくるだろう。

雑駁に言えば、今、実体経済で増えているマネー (IS バランスで言えば貯蓄) は行動制限によって「使いたくても使えなかったお金」と感染症を背景として「不安だから取っておきたいお金」の 2 種類に分けられると考えられる。4 月以降に見られている異様なマネーそして貯蓄の増加は前者に起因するものが小さくないだろうが、今後は後者に起因する動きも無視できないものになってくるのではないだろうか。実体経済に存在していても抱え込まれているだけで死蔵されていく貯蓄が増えていけば、必然的に景気は低体温 (低物価) が定着する展開に陥る。「悲観の極み」であった 4～6 月期を越えて、日米欧は 7～9 月期以降、その低体温状態から抜け出せるかどうかが目点となる。

市場営業部・金融市場部  
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](mailto: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](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9月25日 | 週末版                                                |
| 2020年9月24日 | 為替市場を規定するユーロの値動き                                   |
| 2020年9月23日 | 越えリスクという論点～安全資産「金」の薄さ～                             |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)                        |
| 2020年9月18日 | 週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)                       |
| 2020年9月17日 | FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信                               |
| 2020年9月15日 | アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～                     |
| 2020年9月14日 | マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～                       |
| 2020年9月11日 | 週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)          |
| 2020年9月9日  | 過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～                           |
| 2020年9月8日  | ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～                         |
| 2020年9月7日  | 米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～                         |
| 2020年9月4日  | 週末版                                                |
| 2020年9月3日  | アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～                       |
| 2020年9月2日  | 「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～                      |
| 2020年9月1日  | アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～                     |
| 2020年8月28日 | 週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)     |
| 2020年8月26日 | 腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～                        |
| 2020年8月24日 | ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～                      |
| 2020年8月21日 | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)                |
| 2020年8月20日 | 米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について                            |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)                        |
| 2020年8月18日 | 「ドル化した世界」におけるドル相場の限界                               |
| 2020年8月17日 | ECBの資産購入運営の現状～PSPとPEPPの乖離～                         |
| 2020年8月14日 | 週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか？～「1.20」台復帰を目指して～)   |
| 2020年8月12日 | 2020年上半期の円の基礎的需給環境について                             |
| 2020年8月11日 | 全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか？                           |
| 2020年8月7日  | 週末版                                                |
| 2020年8月4日  | 米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド                             |
| 2020年8月3日  | 「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～                         |
| 2020年7月31日 | 週末版                                                |
| 2020年7月28日 | 「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～                          |
| 2020年7月27日 | ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～                             |
| 2020年7月22日 | 週末版                                                |
| 2020年7月21日 | 欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～                             |
| 2020年7月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)                        |
|            | 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」                             |
| 2020年7月17日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)           |
| 2020年7月16日 | ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～                               |
| 2020年7月15日 | 臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～                              |
| 2020年7月14日 | 円相場の基礎的需給環境の現状と展望                                  |
| 2020年7月13日 | ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～                       |
| 2020年7月10日 | 週末版                                                |
| 2020年7月9日  | カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～                           |
| 2020年7月8日  | 増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)                    |
| 2020年7月7日  | 対外直接投資はこれからも増えるのか？                                 |
| 2020年7月3日  | 週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)             |
| 2020年7月2日  | 金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～                           |
| 2020年7月1日  | 円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～                             |
| 2020年6月26日 | 週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)               |
| 2020年6月25日 | ユーロ相場はなぜ堅調なのか？                                     |
| 2020年6月23日 | メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き                              |
| 2020年6月22日 | ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」                              |
| 2020年6月19日 | 週末版                                                |
| 2020年6月18日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)                        |
|            | 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～                       |
| 2020年6月17日 | 二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか                             |
| 2020年6月15日 | 29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方                           |
| 2020年6月12日 | 週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)                     |
| 2020年6月11日 | FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～                     |
| 2020年6月9日  | 米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～                         |
| 2020年6月8日  | 金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC                              |
| 2020年6月5日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)          |
| 2020年6月4日  | 明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌                          |
| 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                          |
| 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 | 最近の元安・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～                         |