

みずほマーケット・トピック(2020年11月25日)

拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感

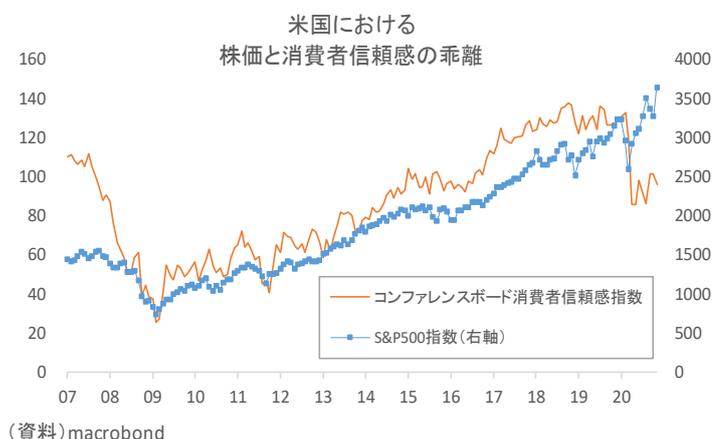
「NYダウ平均3万ドル突破」が騒がれる一方、予想外に弱い結果となった米11月コンファレンスボード消費者信頼感指数も軽視できず。株価と消費者心理の乖離は拡大の一途を辿っている。足許では失業保険給付上乘せによって米家計部門の個人所得増加が指摘されることも多いが、消費行動はあくまでそうした予測可能性の低い変動所得ではなく安定的に得られる恒常所得に相関する。雇用と共に恒常所得が喪失している以上、如何に政策対応で個人所得を補填しても消費者心理は戻ってこない。消費者心理の改善がなければ個人消費は安定せず、「貰ったお金は貯金する」という選択がなされやすい。かくして米国経済の「お家芸」とも言える資産効果の発現は遅延することになる。貯蓄率の高止まりはいずれマクロ経済構造を外需依存型へと変容させる遠因になりかねない。明らかに乖離している株価と金利の動きを念頭に置きながら、バランス感覚のある相場観を抱くように心掛けたいところ。

～金融市場はすっかりアフターコロナ～

昨日の金融市場はNYダウ平均株価が史上初めて3万ドルの大台を突破して引けたことが話題をさらっている。なお、史上最高値更新はNYダウ平均株価に限らず、S&P500指数も同様だ。ワクチン開発が順当に進展していることに加え、バイデン次期大統領への正式な政権移行プロセスが始動したことが市場心理を改善させたとの解説が目立つ。後者の点に関して言えば、金融市場の大敵と見られていたウォーレン上院議員ではなく、市場の信認が極めて厚いイエレン元FRB議長が米財務長官に充てられるとの人選も好感されている。現状、あらゆる資産が買われており、例えば原油価格は今年3月以来の高値を更新している。一方、金価格は7月以来の安値を更新している。元よりその風潮はあったものの、金融市場を取り巻くムードはすっかりアフターコロナである。しかし、本欄では繰り返し警鐘を鳴らしているが、こうした中でも米10年金利が0.9%弱から動いていないことは「そんなに直ぐに明るい未来はやってこない」という厳しい現実を示唆しているようにも思える。

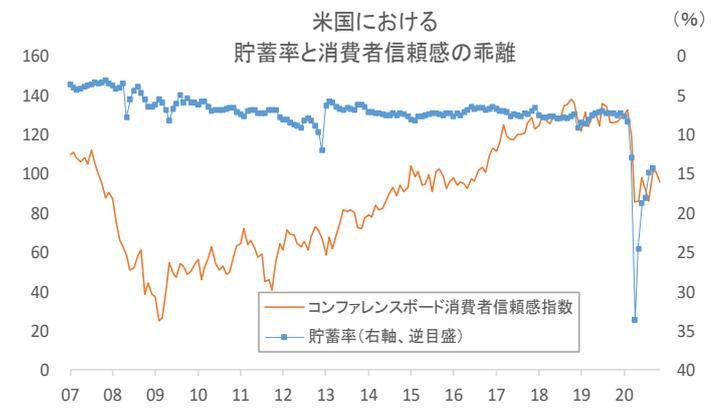
～消費者心理と貯蓄率が映す実情～

しかし、「NYダウ平均3万ドル突破」が騒がれる傍らで昨日は予想外に弱い米11月コンファレンスボード消費者信頼感指数が公表されていることも見逃せない。結果は96.1と市場予想の中心(98.0)を下回り、前月の101.4からも大きく水準を下げた。株価と消費者心理の乖離は縮小するどころか拡大の一途を



辿っているようにも見受けられる。ちなみに同指数はコロナショック以前の2月時点で132.6という水準にあったことを踏まえれば、米消費者心理は「腰折れたまま復活できていない」というのが正確だろう。この背景に関してはコンファレンスボード担当者の「消費者は来年にかけて経済や労働市場が力強さを増すと予想していない」とのコメントに凝縮されている。ワクチン開発や米新政権への期待は市場心理を改善しても消費者心理は改善しない。

足許では失業保険給付上乗せによって米家計部門の個人所得増加が指摘されることも多いが、消費行動はあくまでそうした予測可能性の低い変動所得ではなく安定的に得られる恒常所得に相關するものである。雇用と共に恒常所得が喪失している以上、如何に政策対応で個人所得を補填しても消費者心理は戻ってこない。消費者心理の改善がなければ個人消費が安定的に増勢を維持する



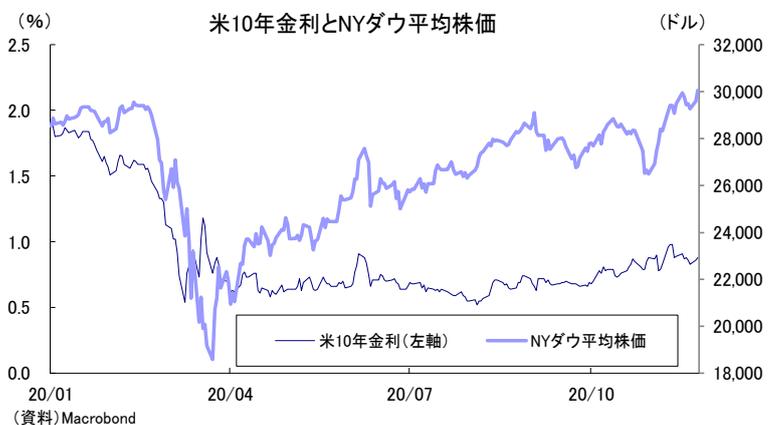
(資料) macrobond

理由もなく、むしろ「貰ったお金は貯金する」という選択がなされやすい。かくして米国経済の「お家芸」とも言える資産効果の発現は遅延することになる。事実、貯蓄率は現在5か月連続で低下しているものの、平時とは比較にならないほど高い水準で止まっている(図)。2月時点で8.3%だった貯蓄率はまだ14.3%であり、異例の高水準と言って差し支えない。

～貯蓄過剰はいずれ通貨安志向に行き着く～

経済全体で貯蓄過剰が極まれば、その国の「貯蓄」と「消費・投資」を均衡させるための金利は低くなる。これを自然利子率と呼び、理論的には潜在成長率もこれに対応すると考えられる。すなわち、貯蓄過剰が解消されなければ潜在成長率の低空飛行が続き、当然、そうした経済に相応しい政策金利もまた低空飛行を余儀なくされる。こうした経済状況が続くと、「振るわない内需ではなく通貨安を通じて外需を取り込みたい」という誘因も働きやすくなる。伝統的には日本、近年ではユーロ圏で民間部門の貯蓄過剰傾向が見られているが、双方ともに通貨高を敏感に嫌気する先進国(地域)であることは周知の通りである。

「所得以上に消費する」ということが弱味でもあり強味でもあった米国経済で民間部門の貯蓄過剰が定着する展開はこれまで想像すらしなかったが、仮にそうなった場合は通貨政策としてドル安を志向する立場を鮮明化させてくる芽も出てくる。もちろん、財務長官就任が見込まれるイエレン元FRB議長に限って、為替市場を恣意的に誘導しようという「品の無い」行為は回避される



(資料) Macrobond

だろう。だが、以上のように淡々と客観的に分析を進めていけば「ドル安が国益」という結論に行き着いても不思議ではない。株価に目を奪われやすい状況ではあるが、消費者心理やこれに基づく貯蓄率の動向、それがもたらすであろう経済構造の変化などからも目を逸らすべきではない。明らかに乖離している株価と金利の動きを念頭に置きながら(前頁図)、バランス感覚のある相場観を抱くべきだと考える。

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

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(円高ではなくドル安)という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
2020年11月17日	日米欧三種の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要があるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ & アフターランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見直し改定の見るリスクシナリオ
2020年10月19日	過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」
2020年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)
2020年10月15日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見直しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月14日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月13日	元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～
2020年10月9日	米大統領選挙に対する市場感度をどう整理すべきか？
2020年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)
2020年10月6日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月5日	ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月2日	バイデントレードとは何か？～元買い、ペソ買い、株売り～
2020年10月1日	週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)
2020年9月29日	米株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月28日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月25日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
2020年9月24日	週末版
2020年9月23日	為替市場を規定するユーロの値動き
2020年9月18日	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
2020年9月17日	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15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14日	FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信
2020年9月11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9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8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7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4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3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2日	週末版
2020年9月1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8月28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8月26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24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21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20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18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17日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
2020年8月14日	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12日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月11日	ECBの資産購入運営の現状～PSPとPEPPの乖離～
2020年8月7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4日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月3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7月31日	週末版
2020年7月28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7月27日	「ユーロにあつて円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21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20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17日	週末版
2020年7月16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15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
2020年7月14日	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月13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12日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月9日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月7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7日	週末版
2020年7月3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2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1日	対外直接投資はこれからも増えるのか？
2020年6月26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6月25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6月23日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月22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19日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月18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17日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月17日	週末版
2020年6月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)
2020年6月17日	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