

みずほマーケット・トピック(2021年1月7日)

## 緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義

本日(7日)付で1都3県に対して緊急事態宣言が再発出される。これまでのパターンに照らせば、恐らく1都3県に限らず、矢継ぎ早に宣言対象を増やす中で「宣言、全国一律へ」という展開も想定される。期間も延長含みだろう。立ち上がり始めた21年1~3月期の日本経済は壊滅必至。今回の決断は禍根を残す。そもそも冬場に感染者数が新しい波を迎えるという展開は既定路線であり、それを「新しい生活様式」で乗り切るとのがウィズコロナの新常態だと専門家会議も提起していた。だから多くのサービス事業者はコストを払っても地道な感染症対策を行いつつ営業を展開してきたはずである。そうして頑張った対価が「感染者(厳密には検査陽性者)が増えたので店を閉める」という施策では民間部門に強い猜疑心を植え付けてしまう恐れがある。その傍らで約束された医療資源の最適配分の話がどうなったのかも見えてこない。今後も断続的に緊急事態宣言やこれに類する措置が打たれるのだとすると、「ワニの口」のように開いた「民間部門の超・貯蓄過剰と政府部門の超・貯蓄不足」という構図が常態化する。貯蓄が正義という観念は強まる一方であり、賃金はおろか金利も物価も半永久的に上がらない経済に。

### ～企業業績は再び壊滅～

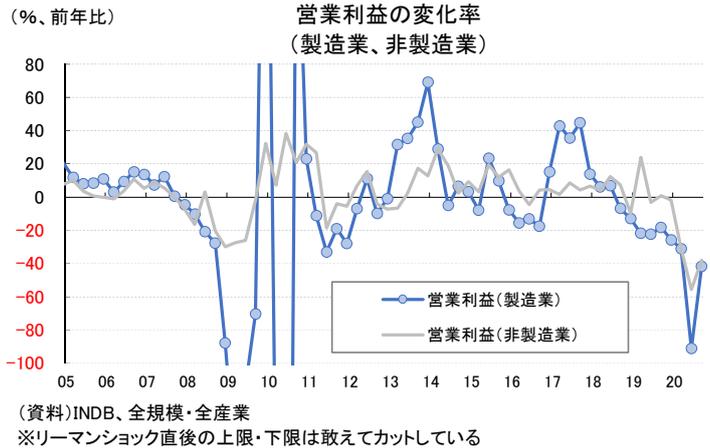
1月2日、小池百合子東京都知事を筆頭とする1都3県の知事が政府に緊急事態宣言の再発出を要請したことに伴い、政府はこれを前向きに検討、本日(7日)付で同宣言が再発出される。事前報道では政府・与党は再発出に否定的であり、仮に踏み切るにしても18日召集の通常国会で特措法改正案を取りまとめるのが優先だと言われていた。改正案をもって、休業・時短要請に応じない事業者への罰則規定を設け、感染症対策の実効性を担保することが優先という主張は論理的にも納得感があるものだった。しかし、知事達が独自に時短要請に踏み切り、またその傍らで菅政権の支持率低迷が報じられる中、抗しきれずに再発出に至ったという印象が強い。再発出を拒み続けても、知事達は執拗に要請を続け、それが支持率を下押しする展開が目に見えていたので、宣言の要請をされた時点でもう勝負を決まっていたと言える。これほど重要な決断がそうした政治ゲームの中でなされることについて腑に落ちない部分はあるものの、知事達の動きを経て、首相のリーダーシップに対する心証が悪くなってしまった感は否めない。

話はこれで終わらないだろう。これまでのパターンに照らせば、恐らく1都3県に限らず、他の府県も緊急事態宣言を要請してくる可能性がある(早速、愛知がそのような動きを見せている)。これを拒否し続ければ支持率に響くだろうから、恐らく矢継ぎ早に宣言対象を増やす中で「宣言、全国一律へ」という見出しが目に浮かぶ。期間も2月7日までで終わるとは思えず、延長含みだろう。

### ～企業・家計に禍根を残す再発出～

今回の決断は禍根を残すように思われる。昨年4~6月期の緊急事態宣言時にも様々な賛否は

あったが、未知なるショックに対しては致し方ないという面もあった。しかし、その後に感染が小康状態に入った夏および秋は「冬になったら感染者は増えるので、それに耐え得る医療体制作り(医療資源の最適配分)を急ぐ」という話だった。冬場に感染者数が新しい波を迎えるという展開は既定路線であり、そうした試練を「新しい生活様式」で乗り切るとのがウィズコロナの新常態だと専門家会議も提起していた。だから多くのサービス事業者はコストを払っても地道な感染症対策を行いつつ営業を展開してきたはずである。そして頑張った対価が「感染者(厳密には検査陽性者)が増えたので店を閉める」という施策は民間部門(家計+企業)に強い猜疑心を植え付けてしまう恐れがある。財務省「法人企業統計」で企業業績の動向に目をやると4~6月期の大崩れから7~9月期は復調傾向が鮮明である(図)。とはいえ、依然として前年比マイナスである状況は変わらず、感染者の増加ペースが上がり始めた10~12月は再び失速が推測される。1~3月期はこれに止めを刺す格好になる。



もちろん、今回は時短営業が可能な点で前回宣言時とは異なるが、「20 時閉店」という制限は人件費を筆頭とする営業コストを踏まえれば、「やらない方がまし」という判断もあり得るほど厳しいものだ。時短営業措置は店内の人口密度を上げるだけで逆効果という真っ当な指摘もあったはずだが、これも考慮される様子がない。なお、家計部門の心理も再び悪化し始めている。昨日内閣府より発表された 12 月消費動向



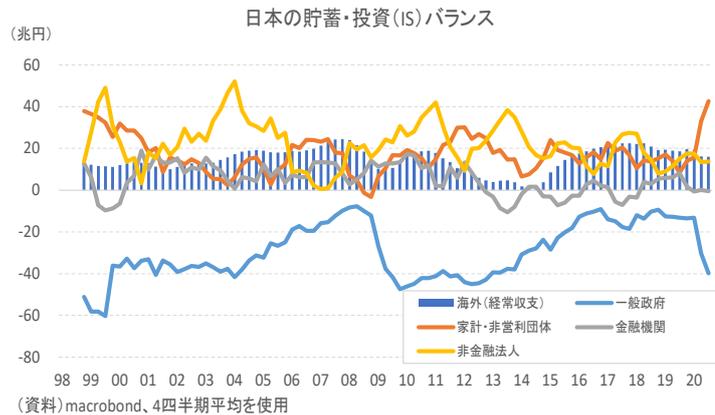
調査は、消費者態度指数(2人以上の世帯・季節調整値)が前月比▲1.9%ポイントの 31.8%となり4 か月ぶりに前月を下回った。緊急事態宣言を受け、恐怖心を煽る偏向報道は一段と強まるだろうから1月、2月はさらに悪化するだろう。結局、消費者心理はコロナ以前の水準に到達せずに2番底を探りに行きそうだ。当然、個人消費は出なくなる。一方、日本全体で見れば病床が空いていても医療崩壊という言葉は毎日飛び交っている。それは何故なのか。解決できない理由には何があって、どうすれば解決できるのか。その辺りの説明が尽くされていないゆえの禍根はどうしても残る。

### ～強まる「貯蓄が正義」という観念～

禍根は言い換えれば不信である。為政者に対する不信は景気の先行き不透明感と直結してくる。先行き不透明感が強くなれば家計や企業の抱く消費・投資意欲は棄損する。GDP の需要項目で言えば、個人消費、住宅投資、設備投資などが減少する話になる。ラフに言えば、「不安だからお金を使わない」という判断が家計や企業にとって合理的なものに見なされやすくなる。長年、日本の

企業部門の内部留保は多過ぎると揶揄されてきか、今回のショックではそれが緩衝材となり大惨事に至らなかったという構図になった。そうした「不幸中の幸い」とも言える「意図しない成功譚」があったところに、為政者による私権制限がさしたる判断基準もなく場当たりに展開されると、ますます家計・企業部門の消費・投資意欲は抑制されるのではないかと懸念する。そうした民間部門の貯蓄過剰傾向こそが物価や金利の低位安定の真因であり、世界的に進む日本化の震源なのだと昨春からの本欄では繰り返し論じてきた<sup>1</sup>。

図は7～9月期までの日本の貯蓄・投資(IS)バランスを見たものである。厳格な経済活動制限を経て、家計部門の貯蓄過剰は増し、企業部門は貯蓄過剰状態が横ばいとなっている。企業部門の貯蓄過剰が極端に増えていないのは、売上が立たない中でコストが嵩んでいるため営業余剰(要は利益)が増えないからである。いずれにせよ家計、企業からなる民間部門全体では貯蓄過剰が大きく増加している。



この貯蓄過剰を政府部門が貯蓄不足になることで何とかカバーしているというのが今の日本経済の姿である。大きな貯蓄(供給)を掃くための借入(需要)が存在しないので、お金の値段である「金利」は必然的に上がらない。日本経済は「失われた20年」を通じてそうした姿が維持されてきたわけだが、現状ほど極端な姿になったことはなかった。もちろん、2020年に見た極端な姿は経済活動制限という特殊な政策の結果ではあり、2020年に見る一過性の現象と考えられた。だが、今後も断続的に緊急事態制限やこれに類する措置が打たれるのだとすると、「ワニの口」のように開いた「民間部門の超・貯蓄過剰と政府部門の超・貯蓄不足」という構図が常態化するのかもしれない。それは賃金はもちろん、物価も金利も上がりようのない世界であり、ひたすら拡張財政とそれを支える金融緩和をベースに経済活動を営む低体温の経済である。再発出を受けて貯蓄という正義は日本経済においてさらに強まると筆者は考えている。

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。

<sup>1</sup> 例えば本欄 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。

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](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何かがあるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のプレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)
2020年12月2日	過去に類のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫逓減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
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
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・経済にとつてのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とプレグジット交渉の行方
2020年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)
2020年11月16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～求められる緩和と仕事～
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・プレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～
2020年10月20日	IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ
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16日	週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)
2020年10月15日	「ミニ合意」騒動とEU首脳会議の行方
2020年10月14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13日	米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?
2020年10月9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8日	深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢
2020年10月6日	プレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～
2020年10月5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2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10月1日	株高と企業収益、そして恒常所得の関係
2020年9月29日	日米欧で最大になったECBバランスシート
2020年9月28日	「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済
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	越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～
2020年9月18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17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学ぶべきか～「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学ぶか～「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
2020年8月18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17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～PSPP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	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」